



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

**“EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL
CRECIMIENTO ECONÓMICO DE MÉXICO: CONTENCIÓN
DE LA INFLACIÓN Y SOBREVALUACIÓN CAMBIARIA.
1982-2011”**

TESIS

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE

LICENCIADA EN ECONOMÍA

PRESENTA:

SUSANA PATIÑO GONZÁLEZ

ASESOR: MTRO. FELIPE CRUZ DÍAZ

MARZO 2014



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.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO 1. DISCUSIÓN TEÓRICA SOBRE EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	6
1.- ENFOQUE CLÁSICO.....	6
1.1 TEORÍA MONETARIA CLÁSICA.....	6
2.- ENFOQUE NEOCLÁSICO.....	10
2.1 CONTROVERSIA NEOCLÁSICA SOBRE EL INTERÉS.....	11
2.1 TEORÍA CUANTITATIVA DEL DINERO.....	14
2.3 ENFOQUE MONETARISTA.....	17
2.3.1 EL CARÁCTER EXÓGENO DE LA OFERTA MONETARIA.....	18
3.- ENFOQUE KEYNESIANO.....	21
3.1 LA TASA DE INTERÉS.....	21
3.1.1. LA PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ.....	22
3.2.1. EFICIENCIA MARGINAL DEL CAPITAL.....	24
4.- EL ENFOQUE POSKEYNESIANO Y EL CARÁCTER ENDÓGENO DE LA OFERTA MONETARIA.....	26
4.1 TASA DE INTERÉS E INFLACIÓN.....	28
4.2 EL DINERO CRÉDITO Y EL PAPEL DE LA BANCA COMERCIAL.....	29
4.3 DEBATE SOBRE LA ENDIÓGENEIDAD DEL DINERO. VISIÓN ESTRUCTURALISTA Y HORIZONTALISTA.....	32
CAPITULO II LA POLÍTICA ECONÓMICA Y MONETARIA EN MÉXICO 1982-1988.....	35
2.1 LA POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA.....	36

2.2 LA POLÍTICA MONETARIA Y EL CONTROL DE LA INFLACIÓN.....	37
2.3 REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.....	39
2.4 DE LA REGULACIÓN A LA DESREGULACIÓN FINANCIERA 1988-1994.....	44
2.5 POLITICA MONETARIA Y CONTROL DE LA INFLACIÓN 1993-1995.....	46
CAPITULO III CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO Y SU IMPACTO DENTRO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO 1995-2011.....	56
3.- POLÍTICA MONETARIA DE ESTABILIZACIÓN 1995-2002.....	56
3.1 LA POLÍTICA MONETARIA DE ESTABILIZACIÓN 1995-2002.....	56
3.2 RÉGIMEN DE SALDOS ACUMULADOS COMO MECANISMO DE CONTROL DE LA INFLACIÓN.....	65
3.3 POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA 1995-2011.....	70
3.3.1 POLÍTICA MONETARIA BASADA EN OBJETIVOS DE INFLACIÓN.....	70
3.4 ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y BAJO CRECIMIENTO ECONÓMICO 2003-2011.....	75
3.4.1 EL TIPO DE CAMBIO: ANCLA NOMINAL DE LA POLITICA MONETARIA.....	79
CONCLUSIONES.....	97
BIBLIOGRAFÍA.....	101
ANEXO ESTADÍSTICO.....	113

Agradecimientos

A mi madre por su apoyo y sus desvelos, a mi padre por creer en mí siempre. Han sido y serán mi modelo a seguir. Gracias por su amor y comprensión.

A Luis por su confianza en mí, por sus palabras de aliento, por ser mi mayor cómplice y quien me ayuda a seguir adelante.

A la Dra. Erika Arias por compartir sus conocimientos y experiencias conmigo.

Un agradecimiento especial para mi tutor Felipe Cruz Díaz que con trabajo, paciencia y consejos me ayudó a concluir este proyecto tan importante.

Gracias a la Universidad Nacional Autónoma de México por mi formación académica tanto en la FES Acatlán como en el CCH Naucalpan.

INTRODUCCIÓN

La evolución y desarrollo de los mercados financieros internacionales han llevado a los bancos centrales a ser la autoridad responsable de la conducción de la política monetaria y del abastecimiento de moneda. De ahí que dicha institución se encargue de determinar bajo qué circunstancias proporcionará la liquidez necesaria a la economía, con el fin de intervenir en la tasa de interés y con ello influir en los precios. A lo largo de los años, el papel de los bancos centrales se ha orientado a preservar la paridad del tipo de cambio para evitar presiones inflacionarias dentro de la economía que más adelante afecten la estabilidad macroeconómica.

Bajo un entorno donde la oferta monetaria presenta un carácter endógeno, ha llevado a modificar los instrumentos utilizados por la política monetaria, pues ésta se ha tenido que ajustar a las transformaciones de los mercados financieros. Ante tanta inestabilidad financiera y el libre flujo de capitales, los bancos centrales han cambiado sus instrumentos tradicionales con que contaban para centrarse en el control de la inflación.

En el caso de México, al poseer un mercado financiero poco profundo, los mecanismos de transmisión de la política monetaria actúan de forma distinta a lo que ocurre en los países desarrollados que tienen estructuras financieras más profundas, ya que no dependen sus tipos de cambio de flujos de capital externo y sus bancos centrales tienen credibilidad debido a que no presentan altos niveles de inflación. En contraposición el Banco de México tiene que velar por el cumplimiento de las metas de inflación para mantener la estabilidad ante organismos internacionales y agentes económicos. Aunado a todo lo anterior está la endogeneidad de la oferta monetaria, que dificulta controlar la tasa de interés, por lo cual no siempre los instrumentos de la política monetaria tendrán el impacto deseado en las variaciones del nivel de precios.

Con la implementación del régimen de metas de inflación se ha hecho más evidente que el Banco de México tiene como prioridad cumplir con la meta de inflación que se establece cada año para no poner en riesgo la estabilidad

monetaria y cambiaria. Al existir libre flujos de capitales el impacto tras una corrida financiera en un país como México que depende mucho de ellos, lo coloca en una posición vulnerable como en el año de 1995.

El Banco de México utilizó el “corto” monetario y el control del crédito interno como instrumentos de política monetaria para lograr que la base monetaria concordara con sus objetivos de inflación y no se presentaran desequilibrios en la economía que pudieran llevar a la fuga de capitales.

La necesidad de atracción de la entrada de capitales es para cubrir su déficit externo, sin embargo, cualquier síntoma de inestabilidad bastará para que los agentes económicos retiren sus inversiones y las destinen a otros países más seguros y rentables, de ahí que las tasas de interés se mantengan altas para atraerlos. Es por ello que la política monetaria es de carácter restrictivo, pues busca eliminar cualquier desequilibrio en la economía, manteniendo la inflación baja y un tipo de cambio apreciado.

Hay un efecto dañino en la economía mexicana, pues mientras se mantienen tasas de interés altas (con respecto a las internacionales) para la atracción del capital financiero, esto mismo genera que los créditos bancarios sean más caros con respecto a otros países, por lo tanto la demanda de créditos se contrae, la inversión productiva disminuye, sigue la tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio, este efecto cambiario lleva a que las exportaciones sean menos competitivas y se recurra a las importaciones para satisfacer la demanda del mercado interno.

Se ha criticado al Banco de México por su constante acumulación de reservas, esto porque México tiene deudas en dólares y en pesos que le generan costos financieros que podrían disminuir si se utilizaran las reservas para pagarlas, pero se prefiere mantener recursos ociosos para respaldar el tipo de cambio, el cual sigue una tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio impactando negativamente las exportaciones.

El papel del Banco de México está limitado al control de la inflación, sin embargo, es de suma importancia que también atienda a otros factores como la regulación del sistema bancario, promover el crédito a través del decremento de la tasa de

interés, estimular el crecimiento económico y dejar de promover la apreciación cambiaria que a su vez deprime las exportaciones.

La política monetaria en la última década se ha enfocado en la esterilización de grandes montos de reservas internacionales para mantener la apreciación del tipo de cambio, por lo que la deuda pública interna se ha incrementado y por ello es que se ha limitado el papel de la política fiscal, pues se busca contener la demanda interna.

De ahí la importancia de revisar la conducción de la política monetaria, ya que se necesita que no sólo se enfoque en mantener la estabilidad monetaria y cambiaria, sino que también se enfoque en el crecimiento y desarrollo económico. Que ayude a promover las exportaciones e incentive el crédito para las empresas, mediante el ajuste cambiario y el decremento de la tasa de interés. Las políticas monetaria y fiscal deberían estar dirigidas al beneficio de la esfera productiva, para garantizar la producción, las ganancias y el empleo. Procurar que la estabilidad macroeconómica se lleve a cabo mediante ajustes estructurales y no hacerlo mediante la apreciación del tipo de cambio, altas tasas de interés, la contracción del mercado interno y la esterilización cambiaria, ya que esto tarde o temprano llevará a otra crisis.

La presente investigación pretende analizar la política monetaria y su impacto en el crecimiento económico de México durante el periodo de 1982 a 2011. Busca describir y analizar las herramientas utilizadas por la autoridad monetaria para contener la inflación. La relevancia que tiene este estudio es contar con los elementos necesarios para comparar las decisiones económicas que se han tomado a lo largo de este periodo y sus implicaciones dentro de la actividad económica del país.

Existen muchas opiniones acerca de los objetivos que debe perseguir la política monetaria y sus implicaciones dentro de la economía, es por ello que en la investigación se hará una revisión teórica de las principales corrientes económicas con el fin de tener un panorama más amplio y así poder entender las decisiones que ha llevado a cabo el Banco de México en nuestro país sobre la conducción de la política monetaria, así como de los instrumentos que se utilizan.

Por lo que la hipótesis de esta investigación pretende demostrar que a partir de 1994 el Banco de México estableció una política monetaria restrictiva basada en mantener los saldos acumulados o “corto monetario” como instrumento de la política monetaria, con el objetivo de permitir que las tasas de interés y el tipo de cambio se ajusten de acuerdo con las condiciones de mercado, y de esta manera influir sobre los niveles de inflación y de la inversión, las cuales permitieran garantizar las condiciones para elevar el producto, pero debido a las perturbaciones financieras la tasa de interés responde a los cambios en la oferta y demanda de recursos financieros, lo cual garantiza la presencia de un estabilizador automático, que limita el nivel de flujos de capital e inversión y por otro lado incrementa las presiones inflacionarias.

El objetivo general consiste en identificar y analizar la conducción de la política monetaria instrumentada por el Banco de México de 1982-2011, así como las repercusiones que ha tenido dentro de la actividad económica.

Mediante análisis estadístico se busca entender las relaciones entre las principales variables económicas como inflación, tasa de interés, tipo de cambio, inversión extranjera directa y de cartera; reservas internacionales y producto interno bruto. Además se buscará determinar y explicar la tendencia que éstas variables han tenido a lo largo de los años dentro de cada una de las fases del periodo de estudio. Es muy importante establecer la dinámica y firmeza de la política económica. A través del estudio empírico y teórico se busca establecer la efectividad de las operaciones de mercado abierto y la esterilización cambiaria que son los instrumentos utilizados por el Banco de México para influir en la tasa de interés y en el tipo de cambio respectivamente, para cumplir con los objetivos de inflación.

En el capítulo I, discusión teórica sobre el impacto de la política monetaria, se demostrarán las diferentes posiciones que tienen las principales corrientes económicas respecto a la conducción de la política monetaria y sus principales instrumentos, distinguir entre las medidas de corte ortodoxo y heterodoxo que son utilizadas en el diseño de la política económica actual, así como sus contribuciones al crecimiento económico de un país.

En el capítulo II, la política económica y monetaria en México 1982-1994, se analizará la política monetaria llevada a cabo por el Banco de México, para contrarrestar los efectos nocivos de la crisis de deuda externa, las políticas de ajuste que se llevaron a cabo desde 1982 a 1994 para contener la inflación. Se examinarán los programas de estabilización y ajuste instrumentados en la crisis de 1982, el crack bursátil de 1987 y la crisis financiera de 1994-1995. También se describirá el proceso de liberalización financiera y apertura comercial, así como sus implicaciones dentro del crecimiento económico de México.

Finalmente en el capítulo III, conducción de la política monetaria en México y su impacto dentro del crecimiento económico 1995-2011, se estudiará la política monetaria implementada tras la crisis de 1994-1995, así como los mecanismos que se instauraron para la contención de la inflación a corto y mediano plazo. Se determinarán los alcances del régimen de metas de inflación dentro del control de precios y de la estabilidad de la economía mexicana. Establecer la relevancia que tiene la intervención esterilizada en el mercado de cambios y las operaciones de mercado abierto como instrumentos de la política monetaria.

En las conclusiones de la presente investigación se mostrarán los resultados macroeconómicos que se han obtenido a partir del régimen de metas de inflación y así determinar qué tan benéfico ha resultado.

CAPÍTULO I DISCUSIÓN TEÓRICA SOBRE EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA.

1.- Enfoque clásico.

El llamado enfoque clásico, fue el primero en preocuparse por explicar los factores que determinaban el nivel de actividad económica de un país. Además trataron de dar una explicación contundente de cómo es que se introduce el dinero dentro de la economía y con ello las repercusiones que genera. Dentro de este enfoque se encontraban Adam Smith, John Stuart Mill, y David Ricardo. Refutaron las ideas del mercantilismo las cuales proponían que un país sustenta su riqueza en la cantidad de metales preciosos que tenían en su poder, principalmente oro y plata, los cuales se presentaban en forma de lingotes o como monedas marcadas. El dinero presentaba enormes ventajas como por ejemplo su divisibilidad, durabilidad, su valor elevado y se podían almacenar fácilmente. Toda esta riqueza, para ellos, debía ser dirigida y acrecentada por el Estado.

A diferencia de los mercantilistas, los pensadores clásicos no le dieron tanta importancia al dinero, ya que estos creían en su neutralidad. Determinaron que son las fuerzas reales las que establecieron la riqueza de las naciones a largo plazo, por lo que su teoría del interés era real, es decir, que dicha tasa está sujeta a la tasa de rendimiento de los costos de inversión. En el corto plazo las fuerzas monetarias pueden modificar la tasa de interés, sin embargo son las fuerzas reales, o mejor dicho, el capital productivo establece la tasa de interés (Blaug, 1985).

1.1 Teoría monetaria clásica

Adam Smith, consideraba que los bancos tenían como función fundamental mantener los metales preciosos en su poder, es decir, conservarlos en ahorro. Además, el papel moneda debía estar respaldado por la cantidad de oro y de plata, pues la banca no podía permitir que el papel moneda excediera al valor de

los metales, ya que el papel que se emitiera en exceso se podría dirigir al extranjero o éste sería pagado a los bancos por concepto de pago de oro. Smith sostenía que la inversión se utilizaba para pagos de ingresos, que a su vez se transformarían en gasto, además el ahorro es igual a la inversión ya que el atesoramiento es un acontecimiento que no se daría siempre. Por ello, la función monetaria principal del dinero es la de ser medio de cambio (Smith, 2001).

Los individuos demandan dinero por razones de liquidez, esto se debe a que desearán conservar cierta cantidad de este bien, con el fin de preservar un producto que no sea rechazado a cambio de la venta de sus productos. Sin embargo, hace hincapié, en la idea de que los individuos no querían mantener por mucho tiempo atesorado el dinero, ya que deseaban obtener los productos que con él podían adquirir. Al hacer a un lado el atesoramiento, el dinero es sólo un medio de pago, por lo que Adam Smith afirmaba que el ahorro era igual a la inversión. Su teoría del dinero implicaba que el ahorro es gasto (Dobb, 1978). No relacionaba al ahorro con la tasa de interés ni con la magnitud del ingreso neto¹. Él asume que el ahorro estaba incentivado de forma institucional; era impulsado por el deseo de obtener beneficios, en lugar de ser gastado para efectos de consumo en el presente. A su vez los beneficios estaban integrados por la tasa de interés sobre el capital, más un incentivo extra por el riesgo. La tasa de beneficio estaba determinada por los movimientos de la tasa de interés del mercado, sometiéndose así a las diversas fluctuaciones que presentaba (Smith, 1987).

Para David Ricardo no era viable estimar una tasa de beneficios con base en la tasa de interés en el mercado, ya que era muy difícil el cálculo de la tasa de interés aunado a las leyes de usura que existían en esa época y a las cuales se tenían que sujetar. Además sostenía que cuando existiera un incremento en la cantidad de dinero, éste traería consigo una baja temporal en la tasa de interés, sin embargo, dicho efecto sería contrarrestado cuando disminuyera la demanda de dinero, por lo cual dicho ajuste lograría aumentar los precios, la tasa de interés regresaría a su tasa natural, es decir, la tasa real de la tasa de interés. Argumentaba además, que la cantidad de dinero estaba regida por el costo de

¹ Ingreso neto es igual al producto nacional neto.

producción. “En esta forma, el valor del dinero está controlado por su costo de producción y el nivel de precios refleja el valor de cambio relativo del propio bien monetario” (Blaug 1985). Ricardo sostuvo que la cantidad de dinero estaba dada y sólo se modificaba con los desequilibrios en su cuenta externa o por un cambio en la velocidad de circulación.

En el corto plazo, la teoría del valor del dinero utilizaba la teoría cuantitativa (metales preciosos y el papel) y en el largo plazo se utilizaba la teoría del costo de producción (metales preciosos).

Ricardo decía que cuando el papel moneda era convertible en oro la tasa de cambio con otro país no puede estar por debajo del punto de exportación del oro. Al existir una emisión excesiva de billetes este desencadenaba una reducción en el valor del papel moneda, así el valor del oro se incrementaría, por lo que la tasa de cambio estaría por debajo del nivel de exportación del oro. Por lo que se preferiría exportar oro que comprar moneda extranjera para el pago de importaciones. Los individuos acudirían a los bancos para cambiar sus billetes y recibir el pago en oro, pues sería más rentable. Los bancos dejarían de emitir billetes, dicha contracción elevaría el valor del dinero, así se frenaría la preferencia por oro y se equilibraría el intercambio. Ricardo llega a la conclusión sobre lo beneficioso que era mantener la convertibilidad de una moneda de papel, pues mantendría ajustada la emisión excesiva de dinero. Bajo un régimen de inconvertibilidad de papel moneda era muy difícil tener un freno. Estaba convencido que la generación excesiva de billetes desencadenaba la depreciación de los billetes (Ricardo, 1959). Sus críticos argumentaban que cuando existía una caída de la tasa de cambio y del valor del oro no estaban ligados a préstamos al extranjero, es decir, no se presentaban a causa de un desequilibrio en la balanza de pagos. Por lo cual, Ricardo estaba convencido que la nacionalización del banco central era favorable para tener una política monetaria de acuerdo con los fines perseguidos por una nación y ésta debería estar en manos de las autoridades monetarias centrales (Dobb, 1978).

John Stuart Mill basaba su teoría del interés en la abstinencia de los ahorradores, sin embargo no logró hacer una teoría general del interés. Se limitó a

sostener que la abstinencia, representaba un sacrificio y dicho acto desencadenaría una remuneración por dejar de consumir el capital. Argumentaba que los individuos se abstenían de consumir en el presente para ahorrar y así en el futuro podrían incrementar su consumo, pues obtendrían una remuneración por dicha acción (Mill, 1951). El razonamiento de los individuos indicaba que si no se garantizaba que en el futuro obtendrían mayores rendimientos, es decir, un mayor consumo a cambio del desembolso de capital presente no lo entregarían, pues deseaban ganar intereses. Para Mill la tasa de interés era una comparación entre el valor presente y el valor futuro del dinero (Blaug, 1995).

La tasa de interés apoyada en el argumento de la abstinencia buscaba la explicación a la escasez de capital o al menos lo buscaba con su teoría. Para Mill el ahorro era un costo social, pues el capital se destinaba a la inversión y no al consumo, por lo que esta acción era un sacrificio para el propietario del capital.

Mill como Smith y Ricardo aceptaban la existencia de la neutralidad del dinero, pues afirmaban que el deseo de los individuos por conservar saldos monetarios era con el fin de tener una reserva de dinero, para imprevistos futuros.

Para Mill, si hubiera un aumento en la oferta de dinero, el nivel de precios aumentaría proporcionalmente con dicho incremento, si no existe un desajuste en la demanda de bienes. Si se utilizaba un patrón de papel moneda convertible, los precios aumentarían gradualmente hasta crear un flujo que compensara el desajuste, pues no sería posible emitir moneda en exceso ya que ésta se podría convertir en metales preciosos y así mantener el control. Retomaba los argumentos de Ricardo acerca de la moneda inconvertible y sus dificultades (Dobb, 1978; Froyen, 1995). La tasa de interés estaba constituida por la oferta y la demanda de fondos prestables; a su vez la demanda de préstamos estaba conformada por la demanda de inversión, la demanda del gobierno, la demanda de consumo improductivo de los terratenientes. La oferta de fondos estaba integrada por el ahorro más los billetes y los depósitos bancarios. Por ello, con modificaciones en la oferta y demanda de fondos sería como la tasa de interés se vería afectada. Hace énfasis en que la cantidad de dinero no influiría en la tasa de interés, sino que es el cambio en ella lo que motivaría las alteraciones en la tasa

de interés. Afirmaba que cuando existía inflación a causa de emisión de papel moneda inconvertible, se elevaría la tasa de interés, sin embargo sería el crédito bancario adicional o la entrada de oro las que lograrían reducir la tasa de interés (Mill, 2004).

Por ello afirmaba que el equilibrio estaría en el punto en que la tasa de interés de mercado sería igual a la tasa de rendimiento del capital. Dentro de su teoría fue de los primeros que demostró que la tasa de interés disminuía a causa de la entrada de oro, sin importar que los precios se elevaran. Esto motivaba que conforme baje cada vez más la tasa de interés ocasionará una fuga de capital de corto plazo hacia el exterior lo cual ajustaba la tasa de cambio. Por lo que, el banco central tendría que proteger sus reservas durante la fuga de divisas incrementando la tasa bancaria y así se elevaría la tasa de interés del mercado lo que atraería de nuevo al capital fugado (Blaug, 1995)

2.- Enfoque neoclásico

La tasa de interés y la demanda de dinero han sido los puntos fundamentales de discusión dentro de las diferentes corrientes económicas. En el enfoque neoclásico la demanda y la oferta llegan al equilibrio en un precio único en cada uno de los mercados. Veían al ahorro como la parte del ingreso que se deja de consumir en el presente para hacerlo en el futuro, la proporción que se destine para ahorrar dependerá de la tasa de interés que se le pague al agente económico. La tasa de interés la conciben como el premio que se paga al ahorrador por dejar de consumir en el presente y hacerlo en el futuro con un monto mayor (Cruz, 2006).

La competencia entre la tasa de interés que deseen pagar los demandantes de ahorro y la tasa de interés que quieran cobrar los oferentes de ahorro será el punto único en el que se llegará al equilibrio en el mercado de capitales. De acuerdo con los neoclásicos, se determinaba una tasa única que permitiría llegar al pleno empleo de los factores productivos.

El mercado de fondos prestables es en donde se canalizan los ahorros, es decir, los inversionistas acuden a este para hacerse del capital suficiente y llevar a cabo su inversión, piden prestado a los ahorradores a los que se les pagará una tasa de interés por el capital. Es en dicho mercado en el que el capital se mueve del ahorro a la inversión (Froyen, 1995).

De acuerdo con esta corriente económica al darse el equilibrio en el mercado de capitales con una tasa de interés única, también habría equilibrio en el mercado de bienes, de dinero y de trabajo por lo tanto habría pleno empleo en la economía.

El papel de la política monetaria estaba limitado a procurar que el nivel de precios se mantuviera estable mediante el control de la oferta monetaria ya que de lo contrario una variación inesperada generaba un desequilibrio en los mercados.

2.1 Controversia neoclásica sobre el interés

Para Böhm- Bawerk el interés nace del desembolso de ingreso presente con el fin de obtener en el futuro un rendimiento mayor esto era generado porque hay individuos que pagaban una recompensa por obtener dicho ingreso presente para utilizar dicho dinero como les sea conveniente.

Aseveraba Böhm Bawerk que cuando se alargaba el periodo de producción a causa de la inversión de capital aumentaría el producto total y disminuiría gradualmente la tasa conforme se prolongaba el periodo de producción. Sólo con inversión de capital es como se lograría alargar la producción. Para él, la inversión estaba limitada por el tiempo que los individuos estén dispuestos a esperar para obtener un premio por su capital (Blaug 1995)

Fundó su teoría del interés en tres razones que explicaban la preferencia de los individuos de obtener ingresos presentes a los futuros y por ello pagaban un rendimiento a fin de tenerlo.

- La primera razón del interés se refería a las circunstancias que rodeaban a los individuos para decidir si deseaban mantener su ingreso presente o lo deseaban atesorar para el futuro.

- La segunda hacía énfasis en la limitación que tenían los individuos para ver hacia el futuro, pues se creía que la vida de una persona era breve e incierta, por ello su imaginación era limitada hacia los rendimientos futuros de su capital, además carecían de voluntad para hacer una inversión al renunciar a su ingreso presente.

- Por último la tercera razón estaba sustentada en la idea acerca de que los bienes presentes tenían una amplia superioridad técnica con respecto a los bienes futuros. Esto es posible porque los bienes presentes aplicados a la producción generaban mayor producción física y un valor alto del producto. Esta razón para Böhm-Bawerk es la que sustentaba el supuesto de la tasa de interés positiva (Blaug, 1985).

Criticaba fuertemente la teoría de la abstinencia antes mencionada pues aseveraba que el interés que se pagaba a las personas por renunciar a su ingreso presente no representaba un sacrificio pues al final los agentes económicos que pagaban dicho interés sobre el capital obtendrían también un beneficio. Para él, la abstinencia sólo era por un periodo corto del consumo presente, se llevaba a cabo con el fin de obtener en el futuro un acervo de capital mayor.

Además “si se suma 1) el costo de dolor de la abstención permanente de un disfrute presente a 2) el costo alternativo de la elección de los futuros en lugar de los presentes, se incurre en un costo doble” (Blaug 1985)

Este era su principal argumento para atacar la teoría del interés en la abstinencia, sin embargo no distinguió que los bienes en el presente y los bienes en el futuro no tenían el mismo valor que dos bienes en el presente. Pese a ello se encontraba en su segunda razón ésta teoría de abstinencia, aunque no admite que la espera representaba un costo de producción.

Para él la tasa de interés estaba determinada por la productividad marginal que se obtuviera tras la extensión del periodo medio de producción por lo que cayó en una contradicción pues sus críticas a las teoría del interés sustentadas en la productividad se nulifican.

Irving Fisher, si bien, adoptó varios conceptos ya utilizados por Böhm-Bawerk, se ve claramente que su enfoque significó una clara ruptura con el autor

anterior, pues mientras Böhm-Bawerk tenía la creencia que el rendimiento del capital generaba interés y Fisher objetó esta idea, pues para él, el interés no era una proporción del ingreso recibido del capital. Los agentes productivos con el tiempo generaban su ingreso, si este se descontaba a la tasa actual de interés se obtenía su valor capitalizado.

Desechó además, la idea presentada acerca de la clasificación de los factores y su concepción acerca del periodo de producción, para Fisher el interés era generado por los agentes, ya que estos ajustaban sus ingresos al mercado y al tiempo.

Para Fisher la existencia del interés y la determinación de su nivel tenían la misma explicación, pues este teórico no veía una diferencia entre ambas, sólo se limitó a demostrar que los ingresos disponibles de los individuos para consumo en diferentes tiempos se verían alterados por el ahorro y préstamo. Los flujos de ingresos son modificados por los individuos al prestar o invertir; esto dependerá de las tasas de rendimiento ofrecidas por diferentes inversiones y las tasas de interés prevalecientes en el mercado (Fisher, 1911).

La diferencia entre el precio que fue pagado por el ingreso en el presente y el precio que recibió más tarde por el mismo ingreso se determinó como tasa de interés. Su determinación estaba influida por lo que Fisher llamó el principio de la inclinación y el principio de la oportunidad. El primer principio estaba constituido por los factores que regían al ingreso probable, en este caso la incertidumbre y la distribución que se hiciera del ingreso en el tiempo, dichas circunstancias son las que definirían si un individuo tenía impaciencia o paciencia ya sea para obtener un premio por su dinero o utilizar mejor su ingreso para que su dinero rindiera frutos. El principio de oportunidad de inversión se sustentaba en la tasa de rendimiento sobre el costo que a su vez estaba sujeto a dos opciones de inversión (por lo menos): la pérdida de una corriente de ingreso o la ganancia de ingreso. Ahora bien la tasa de descuento a la que se igualan los valores de las dos opciones de inversión será la tasa de rendimientos sobre el costo. En el caso en que supere a la tasa de interés del mercado se deberá rechazar una opción de inversión (Harris, 1985).

Para Fisher las que determinaban las tasas de interés en una economía de mercado eran las fuerzas subjetivas, las cuales parten de las preferencias de los individuos por ingresos o bienes presentes de los futuros; y por otro lado estaban las fuerzas objetivas que estaban sujetas a las oportunidades de inversión disponibles así como de la productividad para producir bienes finales. La preferencia del interés era sustentada en la productividad del capital y en la preferencia individual del tiempo (Froyen, 1995).

La oferta de ahorros estaban en función de la tasa de interés ya que, a tasas bajas de interés la cantidad de ahorros disminuía y entre mayores fueran las tasas de interés mayor sería el total de ahorros.

Cuando la tasa marginal de preferencia de tiempo entre los ingresos del presente y del futuro de un individuo se igualaba a la tasa de interés dejaría de invertir, pues la curva de demanda de inversión estaba en función de la tasa de interés por lo que con tasas bajas de inversión se generaría un aumento en la cantidad demandada de ahorro. Según Fisher la tasa marginal de rendimiento sobre el costo es la tasa de ganancia esperada de una inversión, que es lo que Keynes llamo la eficiencia marginal de capital. (Blaug, 1985; Fisher, 1911; Harris, 1985).

2.2 Teoría cuantitativa del dinero

Los teóricos seguidores de esta corriente, se ocuparon principalmente de los determinantes de las tasas de interés, la teoría de la oferta y la demanda de dinero, así como del nivel absoluto de precios. La ecuación de intercambio, era la piedra angular de esta teoría; ésta relacionaba el nivel de transacciones a precios corrientes con la cantidad de dinero por la tasa de rotación del dinero. Sin embargo, los teóricos de esta corriente tenían diferentes ideas y propósitos por lo cual se llegó a resultados diferentes. Sin embargo es frecuente utilizar dos ecuaciones que se desarrollaron para fundamentar esta teoría de forma matemática.

La primera es la de Irving Fisher; $MV=PT$, esta igualdad estaba conformada por M que es la cantidad de dinero en circulación; V representaba la velocidad de transacción del dinero; P es el nivel de precios y T el nivel de transacciones que se llevan a cabo en determinado tiempo dentro de una economía. El dinero era exclusivamente para medio de cambio además, se parte del supuesto de la estabilidad en la velocidad de circulación, pues, ésta se determinaba por las prácticas comerciales, las cuales no variaban rápidamente. Enunciaba Fisher (1992): “Encontramos que, bajo las condiciones supuestas, el nivel de precios varía 1) directamente con la cantidad de dinero en circulación (M), 2) directamente con la velocidad de circulación del dinero (v), 3) inversamente con el volumen de transacciones hechas por éste (T). Vale la pena hacer énfasis en la primera de estas tres relaciones. Esto constituye la teoría cuantitativa del dinero”².

Fisher arguyó que los hábitos y la tecnología de pagos de la sociedad son los que determinaban la velocidad del dinero. En periodos de pago cortos la posesión de dinero se hace más pequeña durante el tiempo de pago para cualquier nivel de ingreso dado, por lo que se incrementa la velocidad de circulación del dinero. La premisa más importante de esta teoría es que la determinación del nivel de precios se encuadra en la cantidad de dinero en circulación. Las transacciones (T) estaban determinadas por la disponibilidad de los recursos, asimismo se suponía que M, V y P eran independientes una de otra (ya que si éstas se interrelacionan sería imposible determinar P con la ecuación de intercambio), esto hacía posible determinar cómo tras un incremento en M se traduciría en un aumento de la misma proporción en P, puesto que $MV = PT$ (Harris, 1985; Fisher, 1911).

El segundo enfoque es de la Universidad de Cambridge, encabezado por Marshall y Pigou quienes la diseñaron y definieron como una relación proporcional entre el nivel de precios y la cantidad exógena de dinero.³ Marshall destacó el comportamiento del individuo, ya que este preferirá mantener cierta cantidad de

² Fisher, Irving “The purchasing power of money” Macmillan. New York. 1992

³ La cual estaba controlada por la autoridad monetaria.

dinero en su poder, con el fin de realizar transacciones, además de que disminuye la posibilidad de no poder hacer frente a obligaciones inesperadas o para afrontar posibles quiebras (Cruz, 2006). Sin embargo Pigou (1941), aseveraba que el individuo al mantener saldos monetarios en su poder dejaba de percibir interés, por lo que, el dinero debía mantenerse solamente si su rendimiento en comparación con el ingreso que se dejaba de recibir por no invertirlo en una actividad productiva era menor.

Por su parte, este enfoque presentó su ecuación como: $M = kPY$ en donde M es la demanda de dinero (dinero en efectivo y activos) considerada como una proporción k del ingreso; P representa al nivel de precios que multiplica al nivel de ingreso real (y). Aquí se enuncia que el dinero será demandado ya sea como medio de cambio o como activo financiero. Según estos teóricos la proporción de ingreso que se debía mantener en forma de dinero para realizar transacciones, era relativamente estable en el corto plazo, esto conforme a los hábitos de pago de la sociedad. Se buscaba el equilibrio entre el stock de dinero (determinado exógenamente) y la cantidad demandada. Se llegó a la misma conclusión en este caso, con la ecuación fisheriana, la cantidad de dinero determinaba el nivel de precios. A pesar de que ambas corrientes partían de los supuestos de la no interrelación entre las variables M, P y Y; Marshall no daba a k como una constante, pues ésta variaba conforme a los hábitos de las personas, si esto se llevaba a cabo, era viable que tras una variación en M no necesariamente se tradujera en un cambio de la misma proporción en P; y era posible que hubieran fluctuaciones en los precios, aunque las autoridades monetarias mantuvieran estable la cantidad de dinero (Marshall, 2005).

La concepción de Marshall acerca del dinero difería de la de Irving Fisher, ya que mientras éste último sólo concebía al dinero como medio de cambio, el primero lo consideraba como medio de cambio y depósito de valor en el tiempo. Por lo que, se puede aseverar que ésta era la diferencia fundamental entre ambas corrientes (Fisher, 1911; Marshall 2005).

El enfoque de Cambridge se realizó con el fin de obtener una teoría de la demanda de dinero. La proporción entre el stock de dinero y en nivel de precios se

dio a partir de la necesidad que los individuos tenían por conservar una parte de su ingreso en forma de dinero manteniéndose ésta constante, mientras que el nivel de transacciones se determinaba por las condiciones de oferta (Harris, 1985).

2.3 El enfoque Monetarista

El monetarismo era una corriente de pensamiento económico que se basaba en la teoría cuantitativa del dinero, y sostenía que un aumento en la cantidad de dinero en circulación era incapaz de influir en las variables reales (e.g. producción, inversión, empleo) como no sea en un plazo muy corto, pues a largo plazo sólo incrementará los precios de las mercancías. Afirmaba, asimismo, que la tasa de interés es un fenómeno real, determinado por la productividad del capital y la frugalidad de los ahorradores, e independiente de la oferta monetaria (Mántey, 1997).

Dentro de los supuestos de esta corriente económica estaba que la tasa de interés era concebida como un fenómeno real, pues se le consideraba independiente de la oferta monetaria. Friedman y Fisher consideraban a la tasa de interés real determinada por las preferencias a consumir ahora en lugar de hacerlo en el futuro por parte del público; y por la utilidad obtenida al dedicar el capital para un uso productivo. Definían además a la tasa de interés nominal como: la tasa de interés real más la tasa de inflación que se recibiría en determinado tiempo (Friedman, 1969).

Se aseveraba que la oferta monetaria afectaría solamente a la tasa de interés nominal mediante las perspectivas de inflación y no a la tasa de interés real. En el caso en que la cantidad de dinero en circulación afectara las expectativas de inflación, un incremento en la oferta monetaria traería consigo un aumento en la tasa de interés nominal.

Milton Friedman concebía al dinero como medio de cambio y activo financiero (el cual es una forma de mantener riqueza y percibir una tasa de interés como los demás activos financieros).

Para él la riqueza estaba conformada por: A) saldos monetarios, es decir, dinero; B) activos financieros con rendimientos monetarios constantes C) valores de renta variable (e.g. acciones de empresas) que Friedman suponía proporcionaban un rendimiento “real” constante (Mántey 1997); D) activos físicos no productivos, los cuales generaban un rendimiento y se utilizarían como depósito de valor; y E) el capital humano.

Además, Friedman aseguraba que la demanda de dinero estaba integrada por la demanda de los individuos y la de las empresas. Los primeros lo hacían con el fin de invertir sus ahorros y con ello obtener rendimientos, esto a su vez dependerá de los rendimientos que se deriven de la tenencia del dinero o de activos alternativos, de la riqueza con la que cuente el inversionista y sus preferencias en el tiempo. Y las empresas lo hacían para contar con el capital que les permitiera elevar la productividad, pues, el dinero también actuaría como un factor de producción, ya que este permitía llevar a cabo diferentes operaciones como el pago a clientes, proveedores y trabajadores logrando con ello, no retrasar la producción y elevando la productividad. Su demanda de dinero depende de su costo de oportunidad de mantener dinero, de los ingresos que perciba la empresa y de su función de producción (Friedman, 1956).

Bajo este razonamiento, la función de demanda de dinero tendría una pendiente constante, que refleja una relación estable entre el nivel del producto (Y) y la cantidad de dinero (M). Este cociente se definió como la velocidad de circulación del dinero (V), que se expresó bajo la ecuación $V=Y/M$ ó $VM=Y$ (Cruz 2006).

2.3.1 El carácter exógeno de la oferta monetaria.

Los monetaristas concibieron a la oferta monetaria como exógena ya que las preferencias del público por liquidez son constantes. Las variaciones de la oferta monetaria se daban acorde a las variaciones de la base monetaria.⁴ Para ellos la

⁴ La base está determinada por las reservas internacionales, el crédito que otorga el banco central ya sea al gobierno o a bancos comerciales, y activos netos.

base monetaria se expandiría ya sea por la variación de las reservas internacionales, la cual estaría determinada por la balanza de pagos, por lo cual sería un factor endógeno; o por el crédito que concede el banco central, el cual podrían controlar las autoridades monetarias usándola como política económica.

Los monetaristas tomaron como argumento, el hecho de que la oferta monetaria la podía modificar la autoridad con base en los coeficientes de reserva bancaria y afectando el multiplicador; por lo que aseveran que la oferta monetaria era exógena y ésta no estaba ligada a la demanda monetaria. El cumplimiento de estos, hace posible que la ecuación de demanda de dinero pudiera convertirse en un modelo que permita establecer precios y el ingreso nominal (Mántey, 1997).

En el corto plazo, admitieron que sí existían situaciones de desequilibrio a causa de las imperfecciones del mercado, sin embargo proponen una política monetaria expansiva para contrarrestar el desequilibrio y establecer el pleno empleo.

Suponiendo que la oferta monetaria es exógena y la demanda de dinero fuera una función estable del ingreso, aplicando un incremento en la oferta monetaria ocasionaría que los individuos deseen gastar sus saldos monetarios generando un efecto dominó en la economía ya que habría una expansión del ingreso, un incremento en la inversión y del consumo. Esto generaría, que el incremento en la demanda subiera los precios de las mercancías y de los activos financieros, esto se traduciría en una disminución de la tasa de interés, por lo que hasta que el ingreso real crezca a un nivel en donde la demanda de dinero iguale al monto incrementado de la oferta monetaria, la tasa de interés llegará a su nuevo nivel de equilibrio (Blaug, 1985; Mantey, 1997).

Friedman (1969) concluyó que, tras el aumento en la oferta monetaria habría una reducción de la tasa de interés a corto plazo, pero en el largo plazo la tasa de interés nominal se elevaría. Esto ocurre porque el incremento en los saldos monetarios como ya se dijo, aumentaría el gasto y disminuiría la tasa de interés real pero momentáneamente, pues al incrementarse el ingreso real y los precios, revierte el efecto ya que la demanda de dinero y los saldos monetarios reales disminuirían pues la inflación se incrementaría. Por ello, Friedman concluyó

que la tasa de interés nominal que resultaba después del acrecentamiento de la oferta monetaria es mayor que la que hubiera resultado sin el incremento.

La política monetaria estaba definida por los monetaristas como una herramienta de política que debía garantizar la estabilidad y proveer la información adecuada a los agentes económicos para que éstos pudieran saber el comportamiento futuro de los precios, con el fin de elevar la eficiencia de los recursos productivos. Por ello Friedman proponía que la variación de la base monetaria sería a un ritmo determinado con el propósito de facilitar la predicción de los precios.

Definió a la tasa óptima de crecimiento de la oferta monetaria como en la que tanto la productividad marginal del dinero (utilizado como un bien de capital para la obtención de rendimientos) y su utilidad marginal (destinado al ahorro) son iguales a cero.

Friedman retomó la teoría de Fisher ya que asumió que la tasa de interés real de equilibrio estaba en función de las decisiones del público de dejar de consumir hoy y hacerlo en el futuro esperando un rendimiento por ello; y como ya se mencionó antes, aceptaba la idea de que la tasa de interés real y la tasa de inflación que se esperaba son las que determinan la tasa de interés nominal. De aquí que Friedman afirmaba que la demanda de dinero de los empresarios se satisfaría hasta que la tasa de interés nominal fuera igual a la productividad marginal que arrojaban los saldos monetarios; mientras que los individuos demandaban saldos monetarios hasta que la utilidad marginal de tener dinero y el rendimiento real del dinero sea igual a la tasa de interés real (Friedman, 1956; Fisher, 1911).

Lo ideal para Friedman era lograr que la oferta monetaria variara al mismo ritmo que lo hacía la población, con el fin de atacar los efectos desestabilizadores que se acarrearían en el camino al tratar de llegar a la cantidad óptima de dinero. Con esta medida se lograría que los saldos monetarios fueran estables y los precios bajarán conforme aumentaba la productividad de la mano de obra.

Uno de los principales problemas con este enfoque era que para que la tasa de interés nominal se redujera, lo que se tenía que hacer era desalentar la tasa

de inflación mediante la reducción del ritmo variación de la oferta monetaria. Sin embargo, si se deseaba disminuir la oferta monetaria sin que se incrementara la tasa de interés dentro del mercado financiero, Friedman lo solucionó utilizando como principal supuesto que las autoridades bancarias no intervenían en ello llevando a cabo operaciones de mercado con el fin de reducir o aumentar el medio circulante, además aseveraba que la oferta monetaria se expandía porque un helicóptero dejaba caer billetes en determinada población y se retiraban de circulación mediante el cobro de impuestos, para después quemar los billetes que se recaudaron. Mediante lo anterior es como Friedman pudo obtener al mismo tiempo una disminución en la tasa de interés nominal y en la oferta monetaria (Friedman, 1982).

3.- Enfoque keynesiano

El libro de John Maynard Keynes (1943) “Teoría General, de la ocupación, el interés y el dinero” fue la más importante crítica que se le hizo a la teoría neoclásica, la cual predominaba desde finales del siglo XVIII y siendo la más aceptada en la esfera económica. Keynes integró en su planteamiento la importancia del dinero en la actividad económica.

3.1.- La tasa de interés

La tasa de interés para Keynes era un fenómeno monetario ya que se fija por la oferta y demanda de dinero; concibió al interés como el pago recibido por usar dinero, a diferencia del enfoque neoclásico, que la definió como un fenómeno real y era de este supuesto de donde parte su crítica y posteriormente su teoría de la tasa de interés. El dinero es el activo más líquido que se encuentra en la economía, por lo que es altamente demandado, de ahí que los agentes económicos desean pagar un precio por la adquisición de él, para llevar a cabo sus transacciones. En contraposición, los agentes económicos que poseen dinero buscarán obtener un premio por el desprendimiento de este activo que les

concede amplias ventajas por la liquidez les representa, por lo cual se define al interés como el premio que se paga por la transferencia de la liquidez. El monto de la tasa de interés depende de la cantidad de dinero que esté disponible en el mercado, ya que de esto dependerán las preferencias por la liquidez del público, por lo cual Keynes afirmaba que la tasa de interés sería mayor si la preferencia por la liquidez aumentaba; y en el caso en que la tasa de interés era baja se debía a que la preferencia por la liquidez disminuía, de ahí que entre éstas variables existiera una relación positiva (Mantey, 1997).

Tanto la cantidad de numerario disponible como las preferencias por la liquidez del público son los componentes que determinan a la tasa de interés. La tasa de interés al ser un precio, se determina en el mercado, a un nivel en que la oferta y la demanda de dinero se igualan. Cuando existe un aumento en la cantidad deseada de dinero por parte del público se generarán dos situaciones para satisfacer dicha necesidad: el precio pagado por la tenencia de liquidez se acrecenta o se busca un aumento en la cantidad disponible de dinero. Sin embargo, es el interés pagado el que se manifiesta ya que, los agentes económicos no pueden incrementar la cantidad de numerario ofrecida pues de ésta se encargan las autoridades monetarias. De esto se deriva que la tasa de interés será mayor pues la tenencia de liquidez se encarece, y ello será el incentivo para que algunos individuos se desprendan de su numerario y lo transfieran a otros, que estén dispuestos a pagar el precio por la obtención de él. Si aumenta la autoridad monetaria la cantidad de dinero en circulación proporcionalmente al aumento en la preferencia por la liquidez, se logrará que la tasa de interés no se incremente (Keynes, 1943; Dillard, 1957; Leijonhufvud, 1976).

3.1.1 La preferencia por la liquidez

A diferencia de los teóricos neoclásicos, Keynes, consideraba que la demanda de dinero era inestable, porque en momentos de desconfianza los

inversionistas desearían convertir sus activos financieros en dinero, para evitar pérdidas a partir de un inesperado aumento en la tasa de interés. Esto se da como consecuencia de la información imperfecta a la que se enfrentan los agentes económicos. Trayendo como consecuencia el incremento en la demanda de dinero. Por lo que para Keynes (1943) la liquidez de un bien depende de la elasticidad que su precio presente ante las variaciones de la tasa de interés.

La preferencia por la liquidez es una elección que hacen los individuos a partir del comportamiento del mercado, pues, si hay un periodo de incertidumbre respecto a las tasas de interés, los individuos desearán mantener sus tenencias líquidas para cualquier contingencia, en cambio sí existe certidumbre en el mercado preferirán atesorarlo y ganar un interés a cambio de traspasar la liquidez.

Existen tres distintos motivos por los que los individuos desean la tenencia de liquidez: 1) el motivo transacción, es decir, la necesidad de efectivo para las operaciones corrientes de cambios personales y de negocios; 2) el motivo precaución, es decir, el deseo de seguridad respecto al futuro equivalente en efectivo de cierta parte de los recursos totales, y 3) el motivo especulativo, es decir, el propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo. (Keynes 1943).

El motivo transacción, de acuerdo con Keynes, dependería del nivel general de la actividad económica ya que si la producción se elevaba, habría mayor empleo, se incrementarían precios y salarios, por lo cual se generaría una mayor demanda de dinero ya que se harían más operaciones en la economía. La cantidad deseada de liquidez a causa de dicho motivo tomará en cuenta la cantidad del ingreso y la frecuencia con que éste se gasta (Dillard, 1957).

El motivo precaución se incentiva por el deseo de tener una reserva de dinero ya que pueden existir fluctuaciones en la economía, que desencadenen cambios en los planes de los agentes económicos o pueden surgir oportunidades que sólo puedan resultar ventajosas al pagar en efectivo. La cantidad de numerario que se tiene por precaución dependerá de las eventualidades que cada individuo crea que existen en el mercado. Es posible que las reservas para

contingencias se tuvieran en forma de depósitos de ahorro convertibles fácilmente en activos líquidos en el corto plazo y no presenten grandes riesgos (Froyen, 1995).

El motivo especulación estaba fuertemente ligado a la tasa de interés, ya que de ésta dependen las preferencias de los agentes económicos de mantener activos financieros o dinero.

Tanto el motivo precaución como el de transacción no eran fuertemente afectados tras movimientos ligeros de la tasa de interés, sin embargo éstas se asociaban con el nivel general de la actividad económica (Mántey, 1997).

Keynes suponía a la oferta de dinero, M , integrada por los motivos transacción, precaución y especulación; M_1 es la parte de la oferta monetaria que se mantenía para los dos primeros motivos; M_2 será la porción que se tiene para especulación, por lo tanto, $M = M_1 + M_2$. La relación entre la preferencia por la liquidez para satisfacer el motivo especulación y la cantidad de dinero disponible determinaba la tasa de interés, de ahí que M_2 estaba en función de la tasa de interés, $M_2 = L_2(r)$. Ya que la cantidad de dinero destinada para los motivos de transacción y precaución dependía del nivel de la actividad económica, Keynes utilizaba a la renta para medirla, por lo tanto, $M_1 = L_1(Y)$. De lo anterior se obtiene que: $M = L_1(Y) + L_2(r)$ (Keynes, 1943, Froyen, 1995).

3.1.2 Eficiencia marginal del capital

La propensión a invertir de un agente económico dependerá de los rendimientos esperados que prevea obtener por la inversión de su capital, deseando que esta sea lo más lucrativa posible. Desde la perspectiva de Keynes, el aliciente de inversión del financiero dependía de que tan lucrativa sea la actividad a la que destina su capital, en relación a la tasa de interés prevista (Froyen, 1995; Leijonhufvud, 1976).

Para Keynes el costo de reposición de un bien de capital, era el precio de referencia que influía a un productor para fabricar una unidad más de dicho bien. Si el costo para construir un nuevo activo era menor al costo del antiguo, sería

más productivo construir uno nuevo que comprar uno antiguo. De la relación que existe entre el rendimiento probable de un determinado bien de capital con su costo de reposición era de donde surgía la eficiencia marginal de capital, de dicho bien (Mántey, 1997; Froyen, 1995).

La eficiencia marginal de capital era el rendimiento que se esperaba obtener de un bien de capital en particular, por anualidades, esperando que este fuera el más eficaz para el inversor. La inversión se concretaría siempre y cuando el rendimiento del activo fuera mayor que el tipo de interés esperado. De esta forma era como el inversionista relaciona las inversiones presentes con los rendimientos futuros (Keynes, 1943)

Entre mayor fuera el tiempo en el cual un inversionista esperara obtener un rendimiento por la tenencia de un activo financiero, mayor sería la posibilidad que surgieran diversos acontecimientos que pudieran generar una merma en la rentabilidad esperada de la inversión. Por lo cual, concluyó Keynes que en el corto plazo la eficiencia marginal de capital se sometía a una fuerte inestabilidad en los rendimientos esperados, mientras que en el largo plazo habría una tendencia hacia el descenso de los rendimientos (Keynes, 1943).

Existiendo diferentes tipos de capital, se necesitaría trazar una curva para cada uno de ellos, la cual permitiera establecer el crecimiento o declive de la eficiencia marginal que de cada uno se desprendera, determinando así el monto de inversión que se tuviera para toda la gama de activos de capital. Sumando todas las curvas de eficiencia marginal de todos los tipos de activos de capital, se obtendría otra curva la cual, relacionará la tasa de inversión con la eficiencia marginal de capital general. De lo anterior se concluye que el capitalista se verá incentivado a invertir tomando en cuenta a la curva de demanda de inversión y la tasa de interés (Froyen, 1995).

Keynes aceptó que tanto Marshall (2005) y Fisher (1911), tenían una definición parecida a la de eficiencia marginal del capital, ya que en el caso del primero, la concibió como eficiencia marginal neta o utilidad marginal del capital, mientras que en el caso de Fisher la denominó *tasa de rendimiento sobre costo*, sin embargo Keynes arguyó que ambos teóricos no lograron entender bien cómo

funciona exactamente, confundiendo a menudo las implicaciones que ésta tenía en las decisiones de inversión.

Esta confusión se dio a partir de la eficiencia marginal del capital, ya que, esta no sólo dependía del rendimiento presente que se espere de ella, sino que se tomaría en cuenta las expectativas probables del capital.

4.- El enfoque poskeynesiano y el carácter endógeno de la oferta monetaria

La crítica hecha a la teoría keynesiana de parte del monetarismo, generó que en los ochenta se gestará una nueva respuesta heterodoxa llamada teoría monetaria poskeynesiana. Esta teoría adoptó los supuestos keynesianos de la existencia de incertidumbre, ya que en el futuro es impredecible, por lo que no se puede determinar un modelo que describa el comportamiento económico. Además para ellos era fundamental el estudio de las instituciones, las normas y las autoridades monetarias, ya que era mejor tener un panorama amplio de la economía y no solo estudiar el comportamiento del individuo. “(...) los poskeynesianos adoptan un enfoque esencialmente macroeconómico: el análisis de los comportamientos individuales no les resulta un punto de partida obligatorio” (Piégay y Rochon, 2005:38).

Los individuos toman sus decisiones dentro de una racionalidad limitada pues para ellos es la conducta habitual. El comportamiento de los mercados para ellos es ineficiente y no creen en el vaciado total del mercado (Caraballo, Galindo y Usabiaga, 2000).

Si bien, se toma la teoría keynesiana como referencia no la siguió rigurosamente ya que ellos pretendían ir más allá que ésta, para así atender más las necesidades de las instituciones económicas y con ello adaptarse a la economía actual.

El dinero es fundamental en la esfera económica, ya que éste será el que una tanto al sector real como al monetario en una economía. Consideraban el análisis de la producción como fundamental, ya que era mediante ella como se crean los ingresos monetarios que darían lugar a la introducción de la moneda

dentro de la economía. De esto se deriva el carácter endógeno de la moneda. “En la medida en que la moneda se encuentra integrada a la economía por medio del sistema bancario, el cual financia la producción, éste juega un papel determinante, ya que realiza las emisiones monetarias y permite, gracias a su actividad crediticia, asegurar el financiamiento de la actividad” (Piégay y Rochon, 2005).

Adoptaron además la idea keynesiana de la no neutralidad del dinero, ya que se afirma que el monto de dinero existente en la economía, así como las preferencias por la liquidez afectarían a la tasa de interés y con ello el sector real y financiero de la economía. La demanda de dinero se vería afectada por las preferencias de liquidez por parte del público, las cuales a su vez cambiarán atendiendo a la incertidumbre que existiera en el mercado gracias a la especulación de los agentes económicos. La preferencia que se tenga por dinero como reserva de valor frente a la tenencia de activos se vería influenciada por las expectativas de un alza en la tasa de interés.

La competencia imperfecta desde su punto de vista, es inherente al mercado de bienes, pues es vital para la existencia de las empresas y su posterior mantenimiento a largo plazo. Las empresas necesitan tener poder de mercado para obtener ventajas que les permitan una expansión, de ahí que su determinación de precio estuviera basada en un margen sobre sus costos unitarios de producción, ya que dicho margen le permitirá financiar sus inversiones. (Caraballo, Galindo y Usabiaga, 2000).

Al ser la oferta monetaria endógena implica que las autoridades monetarias no pueden controlar el monto de ésta y sólo intentarán suministrar dinero a la economía con el fin de evitar que la producción se vea afectada por la falta de liquidez en la economía. La inflación no la conciben como un fenómeno monetario, sino que la asocian a los incrementos en el costo de los salarios, por lo que, afirman que las acciones monetarias para controlar la inflación son ineficaces y que es mejor diseñar acciones que permitan contener los salarios (Rochon, 2009).

Para los poskeynesianos no hay pleno empleo debido a que en el corto plazo existe insuficiencia en la demanda provocada por las expectativas de los agentes económicos, pues no poseen información completa y ello desencadena

una insuficiencia en la demanda. Esta insuficiencia de la demanda efectiva la conectan con problemas de información y la formación de las expectativas de los agentes económicos a causa de la incertidumbre dentro de la economía. La existencia de expectativas estables pueden generar, también que la demanda efectiva sea insuficiente y con ello desencadenar puntos de desequilibrio en una economía, por lo que se hará necesario que la política económica intervenga para restablecer el equilibrio. Las instituciones entrarán en este proceso, pues éstas serán las encargadas de proporcionar a los agentes económicos información en el corto plazo a fin de restaurar el equilibrio.

En cuanto a la posición que debe tomar el Estado mencionan que deben de elaborar políticas monetarias, fiscales y presupuestarias que ayuden a dar certidumbre a la economía. Concibieron al gasto presupuestario como un estabilizador automático y contracíclico, para evitar una crisis bancaria y financiera. Aunado a ello, el banco central debe regular a los bancos comerciales y fungir como prestamista de última instancia.

4.1 Tasa de interés e inflación.

Se concibió a la tasa de interés como una variable exógena ya que no se determina en el mercado, sino que ésta responderá a los objetivos de política monetaria establecidos por el Banco Central, de aquí que ellos no consideraron que la oferta monetaria sea controlada por las autoridades monetarias. Además, creyeron que no hay una sola tasa de interés que determine el pleno empleo en la economía, es decir no creyeron en la tasa de interés natural.

Las tasas de interés de corto plazo las determina el banco central sin embargo, las de largo plazo no son posibles ya que bajo este pensamiento, se introduce la idea de que los bancos comerciales tienen el poder de crear dinero con base en los créditos que otorgan y con ello se originan depósitos bancarios (Cruz, 2006). Para esta corriente la tasa de interés debería estar orientada a incentivar las transferencias de dinero de los agentes económicos que destinan su dinero al ahorro a los agentes económicos que requieren un crédito. Por ello, se

ve a la tasa de interés como una variable redistributiva (Lavoie, 1992; Marterbauer y Smithin, 2007).

La tasa de interés era vista como una variable distributiva la cual al ser alta, desencadenaría en bajos niveles de inversión en las empresas, así como en el desempeño de sus actividades productivas, esto generaría desempleo afectando así a los trabajadores; de lo anterior, sólo se verían beneficiados aquellos agentes económicos que tengan ingresos gracias al alza de la tasa de interés (Lavoie, 1992; Rochon, 1999).

Si los bancos centrales, buscan controlar la inflación mediante la intervención de la tasa de interés, desencadenarán una modificación en la distribución del ingreso y con ello se afectará la demanda global. Al aumentar la tasa de interés no necesariamente se traduce en el control de la inflación, pues dicho incremento podría afectar a los precios. “Dado que estos precios se fijan sobre la base de un margen aplicado a los costos de producción, el incremento de las cargas financieras mediante el aumento de la tasa de interés se traslada a los precios de las empresas” (Piégay y Rochon 2005: 41).

4.2 El dinero crédito y el papel de la banca comercial.

Esta posición teórica destacó que la moneda se introduce a la producción mediante los bancos, ya que éste será el que le preste a las empresas para realizar los pagos que la producción necesita. Las empresas están permanentemente endeudadas con el sistema bancario, y éste último está necesariamente endeudado con el banco central (Lavoie, 1996).

En las economías actuales el ritmo de crecimiento de la oferta de dinero está determinado por la interacción entre los bancos comerciales y centrales. La oferta monetaria endógena parte de la idea que la demanda de dinero crea su oferta, de esto se genera que los bancos también crean dinero a través de los préstamos que los bancos comerciales otorgan a los agentes económicos. La oferta monetaria es endógena ya que responderá a las necesidades de producción que haya en una economía (Rochon, 2009).

“Son los bancos, no los ahorradores, los responsables de canalizar el crédito a los inversionistas, ya que son aquéllos los que permiten incrementar los fondos para invertir, mediante el incremento de la oferta de créditos, la que a su vez está determinada por el nivel de sus reservas” (López, 2005: 273).

Además, los bancos comerciales deben mantener reservas en efectivo que respalden cierta cantidad de los préstamos otorgados con el fin de garantizar la calidad del dinero bancario, así como su aceptación como forma de pago y con ello mantener estabilidad dentro de la economía. Si esto no ocurre y los agentes perciben al dinero bancario como inestable, preferirán extraer su dinero de los bancos ya que desean tener liquidez a causa de la inestabilidad, si esto sucede se generará un contagio tanto en individuos como en empresas, generándose así riesgo sistémico y con ello posibles quiebras bancarias. Ocasionando fuertes desequilibrios en la actividad económica. Por ello son importantes los requerimientos de reserva bancarios, estos a su vez estarán en función de las imposiciones del banco central. Los modelos de oferta de dinero endógena asumen que los bancos crean préstamos y mantienen reservas para soportar las consecuencias de las decisiones de préstamo. (Palley, 2000). “A fin de evaluar la solvencia de los prestatarios, los bancos hacen uso de determinados criterios, (...). Éstos analizan los balances de las firmas, evalúan las garantías y los flujos descontados de fondos. Su principal preocupación es determinar si el prestatario será capaz de generar los fondos suficientes para enfrentar los costos del préstamo” (Piégay y Rochon 2005).

Cabe destacar que si el banco central adopta como medida de política monetaria mantener bajas tasas de interés, busca mantener la solvencia de los prestatarios a fin de no incrementar el costo de los créditos adquiridos. Sin embargo, si se mantienen altas tasas de interés el costo de la deuda será más alto y podría verse comprometido el pago del crédito. Viéndose afectada su ganancia y su solvencia económica.

De esto se desprende la idea acerca del rol que desempeña la banca central como regulador de liquidez en el sistema bancario, ya que, éste se encargará de proveerles a los bancos comerciales la liquidez necesaria para poder

evitar que éstos incurran en incumplimientos de pago y con ello posibles fallas en el sistema bancario a causa de la falta de liquidez y confianza en el mercado, por lo cual el banco central se encargará de suministrar la estabilidad en el sistema debido a su papel de prestamista de última instancia (Piégay y Rochon, 2005:42).

Para la teoría poskeynesiana la oferta de dinero es determinada por el monto de créditos que se otorguen, los cuáles a su vez dependerán de la demanda que los agentes económicos hagan. Al otorgar préstamos los bancos comerciales, no siempre estarán respaldados por reservas, es decir, primero prestan y luego buscan depósitos para respaldarse. Estos se generan, por diversos factores como innovaciones financieras, el acceso a mercados internacionales para financiamiento y el rol que desempeña el banco central como prestamista de última instancia, ya que los agentes económicos pueden acudir a estas opciones para obtener financiamiento y no esperarse a que los bancos comerciales obtengan las reservas necesarias para protegerse. La creación monetaria que generan los bancos comerciales estará sustentada por la demanda, que estará sujeta a su vez, de acuerdo a las necesidades de los agentes económicos para obtener créditos. Una vez otorgados los créditos, los bancos comerciales harán diversas transacciones solicitadas por sus clientes, las cuales generarán transacciones desde los bancos comerciales al banco central. Dado que todas estas funciones hechas por los bancos comerciales son de amplia relevancia, los poskeynesianos llegaron a la determinación que los préstamos bancarios generarían creación monetaria y con ello el financiamiento llevará a la economía a determinado crecimiento (Rochon, 2009; Cruz, 2006).

“En este sentido, no toda la expansión del crédito tiene que ver con una nueva producción, sino que puede dirigirse a revalorizar activos existentes. Sin embargo, ello no invalida el hecho de que el gasto es el que motiva la expansión monetaria” (Cruz, 2006: 38).

4.3 Debate sobre la endogeneidad del dinero. Visión estructuralista y horizontalista.

La discusión entre la obtención de reservas de los bancos comerciales generó la división en la escuela poskeynesiana, ya que no existe un acuerdo sobre la proporción de endogeneidad que posee la oferta monetaria, por lo que de aquí surgen dos posiciones: los estructuralistas y los horizontalistas.

La visión horizontalista admitió que la oferta de dinero entra en el modelo teórico como una variable con endogeneidad extrema (Wray 1992), la cual estará determinada por la demanda que hagan los agentes económicos, por ello es que afirmaban que será el tipo de interés el que le dé el control al banco central. Como los bancos comerciales otorgan créditos al público necesitarán posteriormente reservas para poder afrontar dichos préstamos, por lo que acudirán al banco central para que éste se las proporcione, establece una determinada tasa de interés para suministrarlas, incentivando así depósitos de parte de otros agentes económicos y con ello se crearán las reservas solicitadas.

“Ellos señalan que los bancos comerciales siempre pueden obtener sin restricciones las reservas adicionales, al precio de mercado, siempre y cuando se conserve la confianza en su solvencia o capacidad de reembolso. De manera que las tasas de interés de corto plazo son exógenas y constituyen un instrumento de política monetaria” (Calderón y Hernández, 2010:12).

“Los horizontalistas entienden la función de la oferta de dinero como una línea horizontal en el espacio tasa de interés/dinero, (...) ahora la tasa de interés es independiente de la actividad económica; no hay motivo para creer que mientras la producción crezca, dicha tasa subirá” (Piégay y Rochon, 2005: 49).

El banco central interviene en la tasa de interés de corto plazo a través de operaciones de mercado abierto. Mediante este mecanismo es como el banco central interviene en el mercado de reservas destinado a la banca comercial. “Las reservas que se ofrecen a través del mercado interbancario responden a los movimientos en la tasa de interés administrada y; por tanto, la oferta de dichas reservas es inelástica. Así que cualquier aumento en la demanda de crédito genera aumentos en la demanda de reservas” (Cruz, 2006:39).

“(…) El banco central determina la meta de las tasas de interés a un día (overnight) y a continuación abastece o agota reservas para garantizar que los

bancos tengan la cantidad deseada o requerida, o ambos. Hay algo de asimetría: el banco central no puede dejar a los bancos con pocas reservas, ya que la tasa a un día continuaría aumentando más allá de la meta del banco central, de modo, que nunca observaremos a los bancos centrales rehusar reservas de oferta” (Wray, 2006: 420). El banco central debe dotar al sistema bancario con las reservas necesarias para no poner en riesgo la estabilidad bancaria.

“No obstante, el banco central no puede determinar todas las tasas de interés, ya que las fuerzas de mercado intervienen en la determinación de todas las tasas, salvo por la tasa a un día que fija el banco central” (Wray, 2006: 425).

El enfoque estructuralista, afirmó que la banca central no dotaría siempre con reservas a los bancos comerciales para respaldar sus préstamos, pues, a diferencia del enfoque anterior, dicen que es posible que exista una curva de oferta de dinero casi horizontal o totalmente horizontal, pero ello, sólo responderá a épocas de optimismo económico y baja preferencia por la liquidez, pero nunca en tiempos caracterizados por elevada preferencia por la liquidez.

La curva de oferta de dinero tendrá una inclinación ascendente debido a que los bancos comerciales pueden negarse a asignar créditos, el banco central no dotará a los bancos comerciales con las reservas requeridas y por último, la tasa de interés no es independiente de la actividad económica, por lo cual una expansión de la actividad económica puede implicar tasas de interés más altas. (Palley, 1994; Rochon y Piégay 2006)

Por ello, los mecanismos que utiliza la banca central para controlar la tasa de interés y con ello suministrar las reservas requeridas por los bancos comerciales, son obsoletas. Cabe destacar que para estos autores poskeynesianos ni la tasa de interés ni la oferta monetaria son variables que estén determinadas por el banco central ya que son consideradas totalmente endógenas. Para ellos la oferta de crédito bancario atenderá al nivel de desarrollo del sistema bancario, ya que de éste dependerá si es una variable endógena o exógena.

Señalan que las alteraciones de la tasa de interés estarán relacionadas con el movimiento del mercado y no por el banco central, por lo que las operaciones

de mercado abierto que se utilizan para influir en la tasa de interés no serán efectivas. Por ello la cantidad de reservas disponibles para el mercado estarán restringidas.

“El estructuralismo establece una relación positiva entre, por un lado, el stock de crédito, el producto, la tasa de endeudamiento privado agregado y la relación de activos líquidos e ilíquidos, y por otro lado, la tasa de interés. De esta forma, la tasa de interés privada de largo plazo se torna una variable endógena sensible al ciclo económico” (De Lucchi, 2012: 18).

La diferencia entre ambas corrientes radicó en que para los horizontalistas una falta de acomodo de reservas ocasionaría que la tasa de interés subiera, es decir, la curva de oferta de dinero se movería hacia arriba; en el caso de la corriente estructuralista, hay una reducción de préstamos bancarios, por lo cual la curva de oferta de dinero tendría una pendiente positiva.

De acuerdo con el estructuralismo, la corriente horizontalista se concentró en el comportamiento a corto plazo de la tasa de interés y no en las de largo plazo, las cuales según los estructuralistas son endógenas. “El banco define su estructura de tasas activas pero, lo que está en debate es hasta qué punto, estas tasas son determinadas por factores endógenos, como la preferencia por la liquidez, y hasta qué punto acompañan la política del banco central” (De Lucchi, 2012: 21).

La visión estructuralista, sostuvo que entre más préstamos otorguen los bancos se generará mayor crecimiento en la economía, pero a su vez éstos presentarán mayores riesgos y serán menos líquidos. Pese a esta idea, Lavoie argumentó, que a pesar que los bancos extiendan a sus clientes demasiados préstamos, si esto lo hacen a clientes con buena capacidad de pago, no habrán problemas graves, y se continuará con crecimiento en la economía

CAPITULO II. LA POLÍTICA ECONÓMICA Y MONETARIA EN MÉXICO 1982-1988.

Con el descubrimiento de yacimientos de petróleo en 1978 se generó una expansión de la inversión pública y privada, dirigida principalmente a proyectos de inversión en la industria petrolera con la finalidad de acelerar el crecimiento de la demanda agregada. Esto permitió salir al país de la recesión de 1976, sin embargo, esta prosperidad trajo una serie de dificultades que más tarde desencadenaría una devaluación de la moneda. Uno de los problemas que se presentó, fue la inflación causada por el intempestivo incremento de la inversión destinada al campo, lo que creó un exceso de oferta de alimentos; aunado a ello estaba la apertura comercial, que incrementó la oferta disponible, ya que con la entrada de importaciones había más bienes disponibles para la compra; y por último, los subsidios al consumo mediante el control de precios de servicios de energía eléctrica y de gasolina.

El financiamiento del gasto público y del creciente déficit fue en gran medida posible gracias a la emisión de dinero y por el endeudamiento externo esto sustentado por el auge petrolero. La creciente entrada de ingresos petroleros permitió que el crédito suministrado a México se incrementara ya que se confiaba que los ingresos entraran continuamente. Lo anterior permitió que el sector público estimulara el crecimiento económico (Cárdenas, 1996).

Esos recursos tenían como destino la especulación financiera, cambiaria, inmobiliaria y comercial; la importación de bienes intermedios, de capital y suntuarios; el pago de servicios de la deuda externa pública y privada; el pago de intereses de la deuda interna; el financiamiento de la fuga de capitales y de la emisión de utilidades y regalías por parte de las empresas transnacionales a sus matrices (López, 2001).

En febrero de 1982 se registró la devaluación del peso, pues las reservas internacionales con las que contaba el Banco de México no fueron suficientes para contrarrestar la demanda de dólares; sin embargo la especulación en contra del peso continuó. Para enfrentar esta situación el Banco de México procedió a utilizar las reservas internacionales y las líneas de crédito que aún estaban disponibles (Aspe, 1993).

Dentro de los graves problemas enfrentados en la crisis de 1982 estuvieron los desequilibrios en la cuenta corriente y en las finanzas públicas, el deterioro de los términos de intercambio, esto a causa de la reducción del precio internacional del petróleo y el incremento de las tasa de interés mundiales. Que finalmente desembocó en la enorme fuga de capitales.

2.1. La política de estabilización macroeconómica.

La fuga de capitales representó uno de los factores más importantes que detonaron la crisis de 1982, por lo que las medidas adoptadas para contrarrestar esto fue el control generalizado de cambios, así como la nacionalización de la banca comercial. Inició un proceso de renegociación de la deuda externa de México con el Fondo Monetario Internacional (FMI), con el fin de tener acceso a un nuevo préstamo que permitiera salir del problema económico en el que se encontraba. De ahí que México firmara una carta de intención en la cual se comprometía a tomar las medidas necesarias para reducir la inflación, finanzas públicas sanas, disminuir la evasión fiscal, mantener la actividad productiva y pasar de un tipo de cambio fijo a un tipo de cambio dual entre otros. La política económica para 1983 estuvo apoyada en el control de las variables macroeconómicas cuyo objetivo principal era mantenerlas estables para posteriormente lograr crecimiento económico.

La política de estabilización contemplaba principalmente: el control de precios, del tipo de cambio, de las tasas de interés, los salarios y la transformación del gasto público a fin de reducir el déficit presupuestal; con estas medidas se pretendía disminuir los problemas inflacionarios, que se habían gestado durante la última década, y con ello, equilibrar tanto las finanzas públicas como la balanza de pagos. Además se buscaba a toda costa que los precios de los bienes y servicios ya no estuvieran subsidiados y que el tipo de cambio ya no estuviera sobrevaluado, pues estos fueron los principales factores por los que el gasto de gobierno se incrementó y al ser insuficientes los ingresos se tuvo que recurrir al endeudamiento externo. La política macroeconómica que se diseñó sentó sus bases en el incremento de los impuestos y la reducción del gasto público.

La inflación estaba explicada por el continuo crecimiento de los precios como consecuencia del incremento del déficit fiscal, que mantenía a la población viviendo por encima de sus posibilidades, y por ello el mercado interno ya no era suficiente para cubrir el consumo, por lo que las importaciones se incrementaron, pero no las exportaciones, lo que generó desequilibrios en la balanza comercial.

2.2. La política monetaria y el control de la inflación.

La instrumentación de la política monetaria se centró en la eliminación del encaje legal⁵ y el coeficiente de liquidez⁶; la tasa de interés estaba determinada por la demanda y oferta en el mercado financiero, de ahí que los créditos otorgados al público ya no estuvieran restringidos y en consecuencia las tasas de interés disminuyeran paulatinamente. Las operaciones de mercado abierto que realizó el Banco de México, le permitieron suministrar liquidez al mercado financiero mediante la compra y venta de valores gubernamentales a distintos vencimientos. Cuando el Banco de México vende valores, significa que está tomando una política monetaria restrictiva ya que está retirando reservas del

⁵ En diciembre de 1984 se decretó la reducción del encaje legal de 50 al 10 por ciento como alternativa de financiamiento para el gobierno.

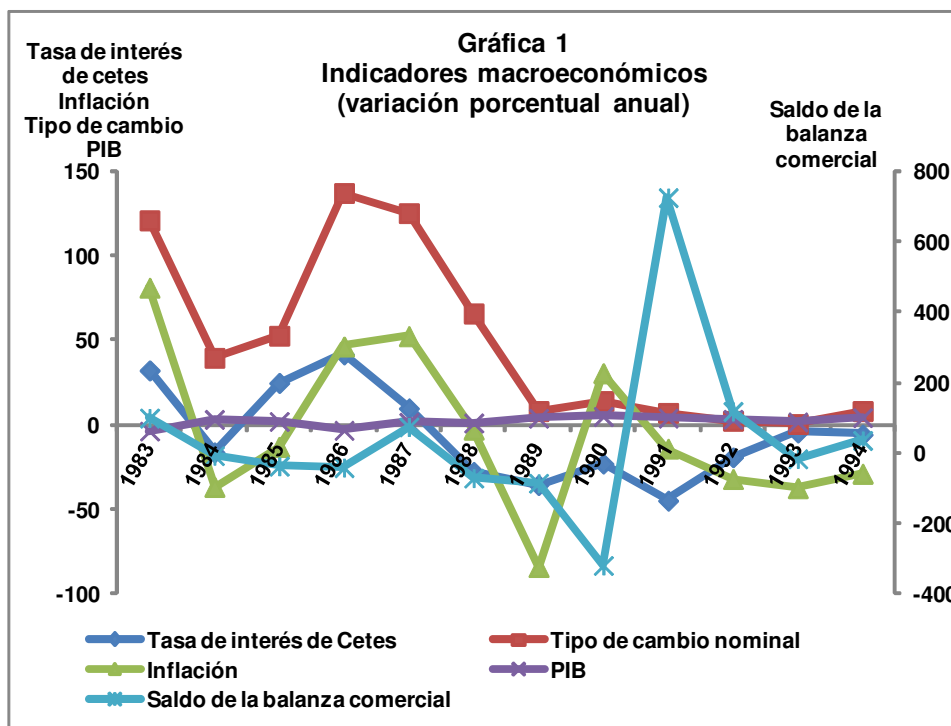
⁶ En 1989 el régimen del encaje legal fue sustituido por el coeficiente de liquidez de 30 por ciento. Esta sustitución se dio de una manera gradual, y el coeficiente de liquidez obligatorio se dispuso respondiendo al criterio de independencia de gestión (Solís 1997).

sistema bancario y por ello disminuye la liquidez. Por otra parte, si se decide comprar los valores gubernamentales se está tomando la decisión de proveer al sistema bancario de liquidez y con ello la capacidad de estos para proporcionar créditos. Además este mecanismo de subasta de valores se traduce en el aumento o disminución de la tasa de interés.

El financiamiento del gasto público estuvo sustentado en la emisión de bonos gubernamentales y no en la emisión de circulante. Esta forma de financiamiento del déficit fiscal originó procesos inflacionarios que mermaron el crecimiento económico, por esto las operaciones de mercado abierto contribuyeron a la obtención de tasas de interés competitivas. Esto en gran medida se implementó para disminuir la fuga de capitales y estimular la entrada de capital extranjero; tenía como finalidad incrementar las reservas internacionales. Sin embargo las fuentes de financiamiento del gobierno se limitaron a la contratación de deuda interna negociada en el mercado bursátil. El rendimiento de los CETES a 28 días se incrementó notablemente tras el paso de los años (ver gráfica 1), esto con el fin de garantizar a los tenedores de valores un rendimiento atractivo con el fin de lograr los objetivos de financiar el déficit público. Además se buscaba frenar la fuga masiva de capitales, gestada en la crisis del año de 1982, de esto se derivó el hecho que las tasas de interés internas eran más atractivas para el capital extranjero que las tasas de interés externas, por ello el ahorro interno se acrecentó con esta medida. Sin embargo, esto generó que la inversión financiera se incrementará y se desplazara a la inversión productiva.

La tasa de interés de los CETES, era fundamental para la actividad económica, ya que se pretendía mantener competitiva con el fin de atraer flujos de capitales externos, así como mandar señales al mercado financiero que se frenarían las presiones sobre los precios y así mantener en equilibrio tanto al tipo de cambio como la inflación. Además se buscaba incrementar el ahorro interno y frenar la demanda agregada con altas tasas de interés. La gráfica 1, muestra que en 1985 la tasa de interés era más alta, la inflación disminuyó como consecuencia de la preferencia por ahorrar que tenían los agentes económicos para obtener

ganancias, por lo que se contrajo la demanda agregada y con ello los precios de los bienes y servicios no aumentaron.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas.

A partir de 1984 y 1985, el peso se encontró sobrevaluado, generando que la inflación disminuyera, las importaciones eran más baratas y se podía abastecer la demanda interna sin originar efectos inflacionarios que desestabilizaran la economía. En contraste en los años en que la moneda se encontraba subvaluada las presiones inflacionarias se incrementaron, como consecuencia del encarecimiento del dólar, así que a nivel interno se presionó los precios de bienes y servicios. Necesitándose de tiempo para que la oferta se ajuste.

La canalización del ahorro financiero hacia el endeudamiento público interno originó un efecto desplazamiento sobre la inversión privada, tanto por la magnitud de los recursos involucrados como por la consecuente alza en las tasas de interés (López 2001:66). La política de subvaluación del tipo de cambio, estaba encaminada tanto a mantener equilibrada la balanza de pagos como a proteger a los productos nacionales para que fueran competitivos con respecto a los provenientes del extranjero.

2.3. Reestructuración del sistema financiero mexicano

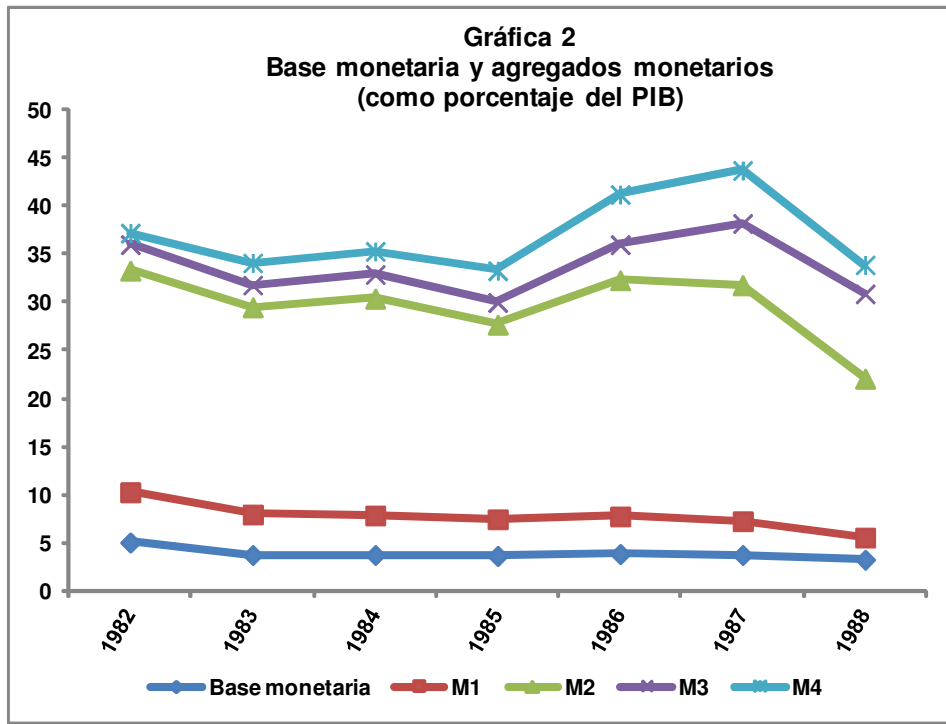
La liberalización financiera se diseñó a partir de las necesidades del gobierno por desarrollar un mercado de dinero dinámico. La política monetaria se transmitiría mediante las operaciones de mercado abierto con el fin, que las tasas de interés fueran competitivas y además se ajustaran a los movimientos de las tasas de interés externas. Con la subasta constante de Certificados de Tesorería de la Federación (CETES)⁷ fue evidente que las pretensiones del gobierno federal eran obtener una fuente de financiamiento interno (que no generara procesos inflacionarios) y la intervención en el mercado de dinero.

En la gráfica 2, se observa que el agregado monetario M1 como proporción del PIB en el periodo 1982 a 1988 presentó un comportamiento a la baja, como consecuencia del incremento del financiamiento del gasto público a través de la colocación de valores gubernamentales, en lugar de hacerlo mediante una expansión del circulante por evitar presiones inflacionarias. Además, con el paso del tiempo las innovaciones financieras han desplazado en gran medida al papel moneda, debido a la aparición de cheques, tarjetas de crédito, transferencias electrónicas, entre otros. De ahí que en 1983 se presentó una caída considerable del 22.33% con respecto a 1982, esto tal vez como consecuencia de la política monetaria restrictiva llevada a cabo por el gobierno a fin de satisfacer su demanda de crédito y cubrir con esto su déficit público.

Los programas de estabilización diseñados para contrarrestar el desequilibrio macroeconómico por parte de la administración del presidente Miguel de la Madrid fueron el Programa Inmediato de Reordenación Económica que abarco los años de 1983 a 1986 (PIRE), el Programa de Aliento y Crecimiento comprendió los años 1986 a 1987 (PAC) y el Pacto de Solidaridad Económica se aplicó en los años 1987 y 1988 (PSE). El primer programa denominado PIRE buscaba el saneamiento de las finanzas públicas, de la balanza de pagos, la contención de la inflación y el crecimiento económico, se buscaba también el

⁷ En 1978 se inició la emisión de los CETES pero estas eran incipientes y no se contaba con un mercado secundario que permitiera renegociarlos y con ello fueran más líquidos, sin embargo fue hasta 1982 cuando la circulación de estos valores fue mayor.

reordenamiento del sistema tributario, esto con el fin de tener más ingresos gubernamentales (Cárdenas 2006; Lajous, Beltrán, Cárdenas y Portilla, 1986).



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Varios años.

Se modificó la política comercial, pues se pasó de un alto proteccionismo arancelario a una política de liberalización, disminuyendo los controles a las importaciones de manera relativamente gradual. La política de precios estaría controlada de tal forma que los subsidios se destinarían solo a los rubros necesarios, pues en años anteriores tantos bienes y servicios subsidiados habían sido nocivos para la economía. El papel del Estado se modificó, pues las empresas paraestatales fueron paulatinamente vendidas o aglutinadas; esto trajo como resultado el descenso del déficit gubernamental; sin embargo, se sacrificó el crecimiento económico y la reducción de las importaciones.

Para 1985 la situación macroeconómica se agravó; el Fondo Monetario Internacional restringió su financiamiento, al no cumplirse con la meta impuesta de reducción del gasto público, como consecuencia de las afectaciones que el sismo de ese año produjo en la población. Por otra parte los ingresos del gobierno, no se modificaron ya que los precios del petróleo se fueron reduciendo, la estructura

tributaria presentaba cambios muy pequeños en su captación, en el rubro de los ingresos no tributarios, a pesar de las modificaciones en los precios de los bienes y servicios estos no representaron grandes modificaciones. De ahí que los recursos que se utilizaron para financiar el creciente déficit provinieron del Banco de México, de la banca de desarrollo, de la banca múltiple y de los valores gubernamentales. La colocación de valores del gobierno para financiar el déficit pasó del 12% del ahorro en 1984 a 21.7% en 1985, aumentando 23% en términos reales y presionando fuertemente las tasas de interés (Lajous, Beltrán, Cárdenas y Portilla, 1986)

La tasa de interés de los CETES a 28 días se convirtió en la referencia a corto plazo de las tasas de interés y el principal mecanismo con el que contaban las autoridades monetarias para controlar la liquidez que se proveía en el mercado. En el año de 1986 se cambió el PIRE por el PAC con el fin de estabilizar la economía, pues se estaban gestando condiciones desfavorables en la economía.

A pesar del auge del mercado de valores, la economía real se estaba deprimiendo, la caída de los precios del petróleo disminuyeron considerablemente, por esto, los ingresos para el pago de la deuda externa se contrajeron. Al existir menos ingresos del exterior la demanda agregada se contrajo y aumentó la devaluación de la moneda. Sin embargo, las altas tasas de rendimiento de los CETES atraeron fuertes entradas de capitales y el retorno de capital nacional que se encontraba en instituciones en el extranjero.

El PAC tuvo como principales objetivos aumentar el crecimiento económico, el control de la inflación y la generación de empleos, por otro lado los ingresos provenientes de la venta de las empresas públicas estarían destinados a la disminución del déficit fiscal, pues se disminuirían con ello los subsidios modificándose los precios de los bienes y servicios; aunado a lo anterior, se buscó liberalizar los créditos internos, para bajar las tasas de interés y a través de esto alentar a la inversión. Con la caída de los precios del petróleo, las condiciones económicas del país se agravaron aún más, por ello, la política monetaria se

modificó drásticamente con el fin de equilibrar la economía mexicana y no dejar que cayera más.

En cuanto a la política cambiaria se devaluó tanto el tipo de cambio controlado como el libre, con el fin de disminuir las importaciones e incentivar las exportaciones, la política monetaria se encaminó a la elevación de la tasa de interés y a la reducción tanto de la base monetaria como de la oferta monetaria y en contraposición estaba la política fiscal que era de carácter expansiva, por tal motivo gran parte del gasto gubernamental se destinó al pago de la deuda pública.

La inflación inició un proceso de aceleración como consecuencia de la constante devaluación del peso, el incremento en las tasas de interés y en los precios de bienes y servicios públicos. La inflación entre 1983 y 1984 se redujo considerablemente en un 36.48%; pero a partir de 1986 se incrementó (Ver gráfica 1).

El Pacto de Solidaridad Económica (PSE), se diseñó primordialmente para contemplar al gobierno como el administrador del gasto público⁸ cuyas funciones estarían delimitadas; en cuanto a la clase empresarial, sus funciones se encaminaron a la aceptación de la apertura comercial; y la clase trabajadora a no pedir aumentos salariales a fin de no elevar la tasa de inflación, lo cual agravaría la situación y el cumplimiento de las metas de dicho programa de ajuste estructural.

Finalmente, con el PSE (1987-1988) se alcanzó la doble meta de reducir la inflación y recuperar el crecimiento, aunque la contraparte fue la pérdida de 10 millones de empleos en el sexenio (Salinas y Tavera 2007; 279). Los principales instrumentos que se utilizaron para la contención inflacionaria fueron: el racionamiento del crédito y la contracción monetaria; de ahí que el financiamiento del déficit fiscal se hiciera mediante la emisión de valores gubernamentales. La tasa de interés de dichos valores era alta, pues se buscaba frenar la fuga de capitales e incentivar el ahorro interno; sin embargo, los altos rendimientos de dichas inversiones se iban fundamentalmente a la inversión en cartera y no a la

⁸ Se limitaron sus funciones al control de la base monetaria, del crédito y del proceso de privatización de empresas paraestatales.

inversión productiva, pues dadas las condiciones de los últimos años en la economía mexicana se buscaba obtener altos beneficios en el corto plazo (López 2001). Este periodo se caracterizó por los continuos problemas con la deuda externa y su renegociación; el boom petrolero y la posterior caída de su precio; las tasas inflacionarias enormes; el recorte del gasto público y de los subsidios; el freno del crecimiento económico de décadas anteriores; y la apertura comercial, así como la venta de las empresas paraestatales, dieron origen a la gestación de un cambio en la estructura macroeconómica de la economía mexicana.

2.4. De la regulación a la desregulación financiera 1988-1994.

A partir de 1988 se llevó a cabo una reforma estructural orientada principalmente a sentar las bases del modelo liberal, con el fin de lograr la estabilidad de la economía, evitar caer en una crisis como la vivida en años anteriores. Los desequilibrios económicos eran atribuidos principalmente a la concentración de la riqueza; la ineficiencia del aparato productivo y a la baja competitividad con respecto a otros países y al bajo ahorro interno. “Tras las crisis deudoras de los años ochenta, los gobiernos de los países de América Latina se vieron presionados a desregular sus sistemas financieros, a liberalizar su comercio exterior y abrir la cuenta de capital de la balanza de pagos, como parte de las políticas recomendadas por el Consenso de Washington para acceder a la reestructuración de sus deudas externas” (Mántey 2009: 135).

Era fundamental que el mercado determinara los precios de los bienes, por otro lado fue necesario adherir a México a la integración mundial de los mercados, incrementar la participación de los agentes económicos en la toma de decisiones económicas y limitar las disposiciones del Estado para evitar el proteccionismo. Se pretendía además que la liberalización comercial tuviera dos efectos en la estructura productiva: en primer lugar, mejorar las eficiencias de las empresas nacionales y en segundo, que dichas empresas fueran competitivas en el extranjero.

El Pacto de Solidaridad Económica (PSE)⁹ se centraba en el diseño de una política de estabilización macroeconómica, sin embargo, con la nueva administración se rediseñó la estrategia para llegar a la estabilidad, se llamó Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), este estipulaba no sólo el control de la inflación, sino el crecimiento económico tratando de no afectar los precios de los principales bienes. Para llevar a cabo este objetivo se procedió a contener la inflación (que había sido uno de los más grandes problemas de años anteriores) para ello las herramientas utilizadas fueron la contracción de la demanda agregada, por lo que se procedió a disminuir el gasto público, además el salario se mantuvo controlado para dichos fines. La venta de empresas paraestatales fue rápida, ya que se tenían que elevar los ingresos y disminuir gastos. Como se mencionó anteriormente el déficit fiscal tenía que corregirse pues los altos subsidios en bienes y servicios del Estado y el elevado gasto propiciaron que la población disfrutara de diversos bienes, aumentando la demanda agregada, la inflación y presionando el tipo de cambio. La balanza comercial también se tenía que corregir ya que, al aumentar la demanda de los individuos por encima de las posibilidades de abastecimiento del aparato productivo nacional, se requería importar más para cubrir las necesidades de la sociedad y se exportaba menos. Se presentaron problemas de endeudamiento ya que, el gobierno pedía prestado al exterior para poder financiar su déficit. Por ello se necesitaba reestructurar el papel del Estado.

Para McKinnon “la protección arancelaria, las licencias de importación, las concesiones fiscales y el financiamiento bancario a bajo costo se destinan a pequeñas élites urbanas y crean gran desigualdad de ingreso” (McKinnon, 1974:10) en los países subdesarrollados, gestándose en dichos países la denominada “represión financiera”. Ésta se generaba cuando las autoridades monetarias de un país restringen o regulan los flujos de capital externo, las tasas de interés, el comercio exterior y tienen una política de créditos selectivos. De estas dificultades es de donde se tomó la decisión de liberalizar el comercio, desregular la economía, plena movilidad de capitales y finanzas públicas sanas.

⁹ Este Pacto fue dado a conocer el 15 de diciembre de 1987

Las ideas de liberalización económica se sustentaron en las distorsiones que se generaban por la intervención estatal, la cual frena el ahorro interno a consecuencia del mal funcionamiento de los mercados financieros.

Las finanzas públicas sanas eran esenciales para llevar a cabo la liberalización financiera ya que los déficit gubernamentales se financian con deuda externa e interna la cual, como se vio en años anteriores hacen posible las crisis profundas.

2.5. Política monetaria y control de la inflación 1993-1995.

Uno de los objetivos principales para lograr la estabilidad macroeconómica fue el control de la inflación, sin embargo había que hacerlo con prudencia ya que, tras la apertura comercial la economía era vulnerable a las variaciones en los términos de intercambio y por tanto lo eran también los precios de los bienes y servicios.

Durante este periodo hubo una reducción enorme en la participación del Estado como inversionista, empresario y tomador de decisiones económicas, por el otro lado, los agentes económicos se hicieron partícipes en las decisiones económicas, se reprivatizó la banca y se crearon grupos financieros privados. Se dio oportunidad a la inversión extranjera para que interviniera en instituciones de crédito.

Para evitar la inflación, las autoridades monetarias recurrieron a las operaciones de mercado abierto para financiarse, además de que esto generaba que el ahorro interno se fortaleciera y no hubiera fuga de capitales, además “se crearon nuevos instrumentos financieros con vencimientos más largos y con tasas flexibles, con el fin de facilitar las transferencias intertemporales e intergeneracionales entre los agentes económicos, y al mismo tiempo, obtener protección contra la inflación y el riesgo cambiario” (Aspe 1993: 41)

La creciente desregulación mundial de los mercados financieros llevó a la adopción de una política monetaria encaminada a incrementar el crecimiento del financiamiento, permitir el libre flujo de capitales con el fin de obtener credibilidad

ante organismos internacionales. De esto se deriva la necesidad de las autoridades monetarias mexicanas por obtener dicha credibilidad, mediante la estabilidad de precios y con ello evitar fugas masivas de capitales para impedir crisis cambiarias. Es en estos años en donde se inició la tendencia hacia políticas fiscales y monetarias restrictivas. “Durante este periodo tres medidas contribuyen a consolidar la desregulación del sistema financiero: la privatización de la banca, la liberalización de las tasas de interés y la eliminación de la tasa de encaje legal” (López 2005: 60).

Era difícil mantener altas tasas de interés, ya que se acrecentaba el pago de la deuda pública interna, además se buscaba disminuir el monto de las transferencias al exterior a causa del pago del servicio de la deuda externa, atraer inversión extranjera directa y repatriar capitales. Para todo esto era fundamental tener credibilidad económica en el extranjero y dar señales a los mercados financieros de estabilidad económica. Dar certidumbre a los agentes económicos nacionales e internacionales mediante la utilización del tipo de cambio como ancla nominal y tasas de interés determinadas en el mercado. De ahí la importancia del Plan Brady y la necesidad de parte del gobierno de apegarse a las reglas de desregulación financiera, liberalización comercial y privatización de empresas.

En 1989, se firmó el Plan Brady, el cual se basaba en la propuesta de reducir la deuda de los países que estaban más endeudados, esta iniciativa estaba apoyada por el Secretario de Tesoro de los Estados Unidos. En México, las autoridades iniciaron convenios con sus acreedores, con el fin de disminuir el monto de su deuda externa. Estas negociaciones en conjunto con la firma del convenio de renegociación de la deuda con el grupo asesor de bancos dieron señales benéficas al mercado, pues las tasas de interés nacionales disminuyeron y por otro lado los inversionistas recobraron la confianza en las autoridades monetarias.

Aunado a estos acontecimientos se encontraron la reprivatización de la banca y la intención de negociar el tratado de libre comercio con Estados Unidos en el año de 1990. Por todo esto fue posible persuadir a los agentes económicos

de invertir en México de ahí que la entrada de capitales comenzó a incrementarse, por la repatriación de capitales y por el crecimiento de la inversión extranjera.

Al tomarse las medidas de liberar las tasas de interés, se observa la caída de la tasa de interés de los CETES en un 44.54% de 1990 a 1991, ya que éstas se debían determinar en el mercado y no por control gubernamental. De ahí en adelante se observa una tendencia constante a la baja, terminando para el año de 1994 en 5.58% de interés

La inflación descendió drásticamente entre 1988 a 1989 en un 83.80%, manteniéndose a la baja en todo el periodo, excepto en el año de 1990 ya que creció 30.64%.

El decremento en la inflación generó que el poder adquisitivo de los agentes económicos aumentara, ya que el precio de los bienes que consumían iban a la baja, los ahorradores se favorecieron de las altas tasas de interés reales, pues la disminución de la inflación le reportaba mayores beneficios¹⁰ logrando obtener un ingreso disponible mayor.

El deslizamiento del tipo de cambio se efectuó mediante una banda de flotación con límite inferior fijo y el límite superior se regía por los requerimientos diarios, esto generaba cierta flexibilidad cambiaria, lo cual le permitía acomodarse a las nuevas condiciones de mercado liberalizado. Esto ayudó a las autoridades monetarias a evitar que los inversionistas especularan y afectaran con ello la estabilidad del tipo de cambio.

Al incrementarse la inversión privada, su demanda por bienes importados también lo hizo, de tal manera que “la proporción de importaciones en la oferta total de la economía pasó de 9.8% en 1988-1989 a 11.8% en 1990” (Cárdenas 1996: 163). El gobierno fomentó la compra de bienes de capital para ampliar la base productiva del país con el fin de incrementar la competitividad de las empresas y poder alinear los precios de los bienes nacionales con los internacionales. El tipo de cambio se mantenía sobrevaluado, con el fin de

¹⁰ A diferencia de las altas tasa de interés nominales que se presentaron en el sexenio 1982-1988, en donde a pesar de esto las tasas de interés reales llegaron a ser negativas como consecuencia de una elevada inflación.

satisfacer la demanda interna, ya que había la creciente necesidad de importar y el mercado interno no lo podía hacer.

Pese a todos los acontecimientos favorables que se manifestaron durante estos años, aparecieron señales que demostraban que la economía estaba presentando graves síntomas de debilidad, esto en gran medida por las fuertes entradas de capital extranjero y con ello los desequilibrios que traen consigo sobretodo en una economía abierta. La entrada de inversión extranjera durante este periodo fue uno de los factores que desequilibraron a la economía mexicana a partir de 1991, dichos ingresos elevaron la demanda agregada por lo tanto los precios internos se incrementaron, sin embargo, los precios de los bienes externos no sufrieron cambios. Produciéndose como consecuencia de lo anterior un desequilibrio en los términos de intercambio y con ello en el tipo de cambio. El problema se presenta en el momento en que la entrada de divisas al país ocasionó el aumento de la demanda agregada y por otro lado la oferta no era suficiente para cubrir estos requerimientos de bienes. En el caso de los precios de los bienes internos estos tienden a subir ya que la insuficiencia de la oferta lo ocasiona, sin embargo en una economía abierta se puede acudir a los bienes comerciables con el fin de satisfacer la creciente demanda. En contraposición, los precios de los bienes externos no se incrementan ya que estos se determinan en el exterior o al menos no lo hacen en la misma medida. Al liberalizarse el comercio, la entrada de productos comerciables se incrementó sustancialmente y por ello es que aunque la demanda agregada crecía, la oferta se pudo satisfacer. Esto produce que el tipo de cambio tienda a sobrevaluarse y los agentes económicos tienen la necesidad de comprar artículos importados pues son más baratos.

Esto generó graves problemas al aparato productivo ya que, con altas tasas de interés¹¹ para los empresarios era muy difícil financiar proyectos de inversión o pagar las deudas ya adquiridas, mermando estos acontecimientos a la producción nacional, pues para cubrir sus gastos de financiamiento tenían que aumentar los

¹¹ con respecto a las externas, esto con el objetivo de atraer grandes flujos de capitales ya sea como inversión extranjera directa o de cartera.

precios de sus productos, quedando desfavorecidos con la competencia externa, ya que los precios de los bienes externos eran más baratos. Así que gran parte de las empresas nacionales no podían ser competitivas pues la sobrevaluación del tipo de cambio las ponía en desventaja con la entrada de productos importados baratos por las altas tasas de interés que se cobraban para acceder al financiamiento, la creciente desaparición de subsidios de parte de las instituciones públicas, la importante entrada de divisas al país y con ello a los desequilibrios que esto conduce; todos estos factores hacían más difícil la competitividad de los productos nacionales y con la apertura comercial se iba perdiendo mercado.

El influjo de capital extranjero fue esterilizado por el Banco de México ya que, la política macroeconómica del país estaba encaminada a la contención de la demanda agregada, pues el control de la inflación era uno de los objetivos primordiales de las autoridades financieras. “Así, la descrita política de esterilización tuvo como consecuencia que las tasas de interés nominales permanecieran más elevadas de lo que hubieran sido, de haberse permitido la monetización total de esos flujos” (Informe anual del Banco de México, 1993: 36).

Fue durante 1993 cuando apareció el mercado interbancario valor día anterior, este mecanismo permite a los bancos disponer “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. 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” (Informe anual del Banco de México, 1993: 40)

En los últimos tres años del sexenio salinista, se optó por una política cambiaria encaminada a la represión de precios, esto fue en gran medida posible

por la sobrevaluación del peso mexicano que permitía acceder a bienes extranjeros y satisfacer la demanda permaneciendo los precios internos sin grandes cambios que de no ser así incrementarían la inflación. Pese a estos esfuerzos, la economía mexicana se debilitaba y la actividad económica se estaba frenando.

Es evidente que la política monetaria en estos años estuvo encaminada al control de la inflación, con el fin de mandar señales a los mercados financieros internacionales de estabilidad y con ello atraer a capitales externos.

El tipo de cambio al estar sobrevaluado, permitió satisfacer la demanda a través de importaciones, lográndose con ello no presionar los precios internos, ya que el mercado interno no era suficiente para abastecer la demanda de los individuos. Al recurrir al abastecimiento de la demanda agregada con bienes externos se mantenía la inflación baja. En el año de 1988 el tipo de cambio estaba subvaluado, por lo que las exportaciones se hicieron más competitivas y las importaciones más caras. Claramente se observa que la inflación era muy alta; por un lado, como consecuencia de los desequilibrios de años anteriores y por el otro, por la subvaluación del peso.

En 1993, la autoridad monetaria tuvo que decidir entre seguir con los objetivos de inflación para alcanzar los niveles internacionales o en su defecto devaluar gradualmente el tipo de cambio para equilibrar el déficit en la cuenta corriente y con ello aumentar la inflación. La opción que se tomó fue la primera, dependía fundamentalmente de los inlfujos de capitales externos, si estos eran constantes se podría esperar que con el tiempo la depreciación del tipo de cambio fuera constante, y gradualmente se pudiera corregir el déficit en la cuenta corriente, sin embargo, si los flujos de capital se detenían esto generaría un enorme déficit en la balanza de pagos desencadenando una devaluación que finalmente frenaría la actividad económica.

Las autoridades monetarias decidieron disminuir la inflación a un dígito, para no echar a perder todos los esfuerzos antes hechos para la contención de la inflación, así que tomaron como supuesto que los flujos de divisas permanecerían constantes, aunado a ello se ampliaría la banda de flotación del tipo de cambio y

así disminuir con el paso del tiempo la sobrevaluación. De acuerdo con el Banco de México, en 1994 se presentó una tasa de inflación de un dígito, como consecuencia de los ajustes de los precios de bienes y servicios producidos por el sector privado respecto a los internacionales, además de la eliminación de los subsidios a bienes y servicios producidos por el sector público (Informe anual del Banco de México 1993).

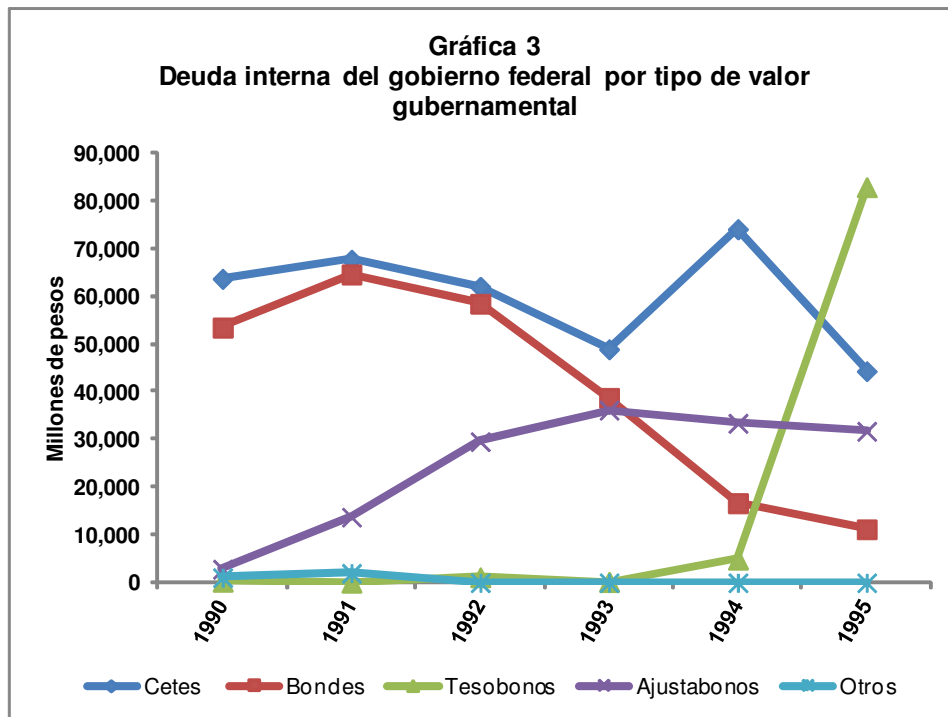
Pese a esos esfuerzos, la economía se encontraba en estancamiento y los flujos de capital externo estaban disminuyendo, a causa de diversos acontecimientos políticos así como de la poca confianza que se tenía en el país como consecuencia del gran déficit en cuenta corriente (Cárdenas, 1996).

Sin embargo, en 1994 comenzaron las fuertes salidas de reservas del Banco de México, que hasta la devaluación en diciembre no dejaron de bajar, como era de esperarse la tenencia de CETES disminuyó y el gobierno comenzó a emitir Tesobonos¹² el público cambió sus instrumentos de ahorro determinados en pesos a otros denominados en dólares debido a las expectativas de devaluación que estaban creciendo (Véase gráfica 3).

“Por tanto, en realidad, la salida de capitales, o el abandono del peso, no sólo incluyó la disminución de la reserva del Banco de México, sino también el aumento de la tenencia de Tesobonos y de la deuda externa” (Cárdenas 1996: 187). El Banco de México al emitir los Tesobonos adquirió obligaciones de corto plazo en pesos pero que estaban sujetos al dólar. Es por ello que en realidad la deuda interna era deuda externa, pues los pagos serían en dólares. El problema con estos títulos de crédito fue que su vencimiento era por lo general de 91 días, así que se vencían en el primer trimestre de 1995 y no se contaban con las suficientes reservas para pagarlos, pues con el paso del tiempo éstas habían ido disminuyendo sustancialmente. De acuerdo con el informe anual del Banco de México la decisión de sustituir CETES, Ajustabonos y Bondes por Tesobonos, tenía como objetivo detener la fuga masiva de capitales y con ello se mermara la cantidad de reservas internacionales. (Véase la gráfica 4) “ Así, la tenencia de

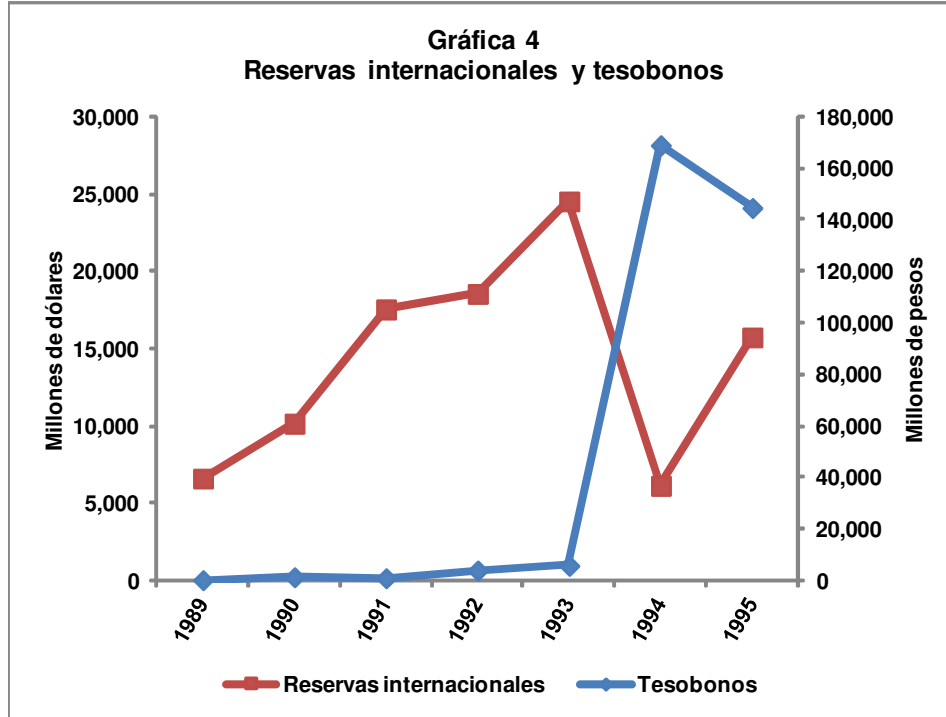
¹² Títulos de crédito al portador, denominados en dólares, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de liquidar al vencimiento del documento al tenedor, el equivalente en moneda nacional por el tipo de cambio libre publicado por el Banco de México.

CETES en poder de extranjeros se redujo en 11,588 millones de dólares, la de Ajustabonos en 3,894 millones y la de Bondes en 799 millones, en tanto que la de Tesobonos creció 14,338 millones de dólares” (Informe anual del Banco de México 1995).



Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Varios años.

Otro problema grave, era que muchas empresas, tras la apertura comercial, decidieron invertir en bienes de capital con el fin de ampliar su planta productiva y con ello ser competitivos frente a los productos internacionales; mientras que otras personas habían adquirido bienes de consumo duradero como casas, autos etcétera, estas deudas las adquirieron con la banca comercial nacional a altas tasas de interés, pese a ello se adquirieron por la tenencia de empleo. Pero con la crisis, muchos empleos se perdieron y muchos agentes económicos cayeron en insolvencia. Empresas más grandes, en su mayoría exportadoras adquirieron créditos con la banca internacional y con la devaluación del peso, los créditos se hicieron demasiado caros y en gran medida imposibles de pagar pues el dólar se encareció y los créditos se pagaban en esta moneda.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados y Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Finalmente en diciembre de 1994 tras la entrada de Ernesto Zedillo a la presidencia se decidió devaluar, esto en gran medida originado por la sobrevaluación del peso, la creciente entrada de capitales a la economía, los cuales desequilibraron la balanza de pagos por un lado, y por el otro financió la inversión y el consumo mediante créditos que posteriormente fueron difíciles de pagar como consecuencia de la devaluación y el desempleo.

A partir de dicha devaluación, se decidió reducir el déficit en cuenta corriente, ya que había sido este uno de los principales factores que intervinieron en dicha decisión, se acordó con los sectores productivos colaborar para evitar presiones inflacionarias, se pretendía disminuir el gasto público. El ahorro interno y la promoción de las exportaciones serían pilares de este nuevo programa de estabilización. Además los préstamos externos fueron de las principales herramientas para salir de la crisis. El rescate costó 20,000 millones de dólares del Departamento del Tesoro, 10,000 millones de dólares más del Fondo

Monetario Internacional y un préstamo de corto plazo por 10,000 millones de dólares del Banco de Pagos Internacionales. México contó finalmente con líneas de crédito por 51 mil millones de dólares, el problema de liquidez quedaba superado. Cabe aclarar que la deuda se refinanció de corto a largo plazo (López Chávez, 2004).

Capítulo III. Conducción de la política monetaria en México y su impacto dentro del crecimiento económico 1995-2011.

3. Política monetaria de estabilización 1995-2011.

En 1995 México atravesaba por una profunda crisis financiera cuyos alcances cimbraron a todos los sectores del país. La fuga masiva de capitales fue de grandes proporciones impactando gravemente al sistema financiero, además se presentaron diversos problemas políticos que afectaron la estabilidad del país y del nuevo gobierno. La economía mexicana se encontraba con problemas de credibilidad ante los mercados financieros internacionales, la moneda devaluada, las reservas internacionales se estaban agotando, el sistema bancario tenía altos índices de morosidad en los pagos de las familias y las empresas, contrajeron la demanda interna pues estuvieron afectados por el desempleo, la devaluación y algunos con los créditos que habían adquirido.

Esta crisis puso al descubierto que la economía mexicana no estaba preparada para recibir la abrupta desregulación financiera y la apertura comercial llevada a cabo en el periodo de 1988-1994 con el Plan Nacional de Desarrollo.

3.1 La política monetaria de estabilización 1995-2002.

A partir de 1991 se presentaron fuertes entradas de divisas al país, generándose gran disponibilidad de fondos prestables por lo cual, los bancos procedieron a otorgarlos; el crédito al consumo e hipotecario fueron los que más se solicitaron, sin embargo, no hubo un análisis adecuado al autorizarlos. Con la devaluación de diciembre de 1994 dichos créditos se hicieron difíciles de pagar (inclusive en algunos casos imposibles), ya que los montos de las deudas se incrementaron considerablemente. “Las presiones del mayor costo de la deuda de empresas y familias tuvieron que ser atendidas por el gobierno federal a fin de evitar mayor problema de financiamiento bancario y mayores niveles de cartera vencida. Las principales acciones se dirigieron a la creación de Unidades de Inversión, indexadas a la inflación, con una sobretasa real para reducir el flujo de

efectivo. El Programa de Apoyo a Deudores fue considerado como otro elemento sustantivo para disminuir la carga de la deuda de las familias principalmente” (Martínez, 2000:75).

El banco central mandaba señales al mercado sobre su intención de mantener una política monetaria estricta pero los inversionistas no confiaban lo suficiente en la capacidad de pago de México, ya que los vencimientos de corto plazo de las deudas con el exterior del sector público y privado se debían pagar y la disponibilidad de moneda extranjera estaba disminuyendo, aunado a esto, los Tesobonos denominados en dólares también tenían que liquidarse. Por ello cuando los vencimientos de inversionistas extranjeros en papel gubernamental o bancario no eran renovados el Banco de México hacia frente a esta situación vendiendo divisas, extrayéndolas tanto de las reservas internacionales y del Fondo de Estabilización Cambiaria¹³.

Debido a la gran incertidumbre e inestabilidad en el mercado financiero como en el cambiario se originaron fuertes fugas de capital que presionaron al tipo de cambio. Por lo que se constituyó un “nuevo Fondo de Estabilidad de la Paridad (o Paquete Financiero). Dicho fondo ascendió a más de 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 los Estados Unidos, 1,100 m.d. por el Banco de Canadá, 10,000 m.p. por el Banco de Pagos Internacionales y 2,787 m.d. por el Banco Mundial y el BID” (Banco de México, informe anual 1995: 70, 71).

Sin embargo, esto no generó certidumbre por el contrario, la presión sobre el tipo de cambio volvió situándose en 6.42% y la tasa de interés ascendió a 48.44% (ver gráfica 5). “Se hicieron pagos al exterior por un total estimado de 12,942 millones de dólares derivados de los siguientes conceptos: amortización de los Tesobonos a manos de no residentes (5,878 m.d.), de deuda pública externa (3,390 m.d.) de pasivos bancarios y de valores de empresas privadas no bancarias (1,171 m.d.)” (Banco de México, informe anual 1995: 71).

¹³ El Fondo de Estabilización Cambiaria de América del Norte ascendía a 18,000 millones de dólares.

La autonomía del Banco de México se aprobó en 1993, con el objetivo de evitar la intervención del gobierno en las decisiones de política monetaria, encaminada a mantener la estabilidad de precios e impedir desequilibrios macroeconómicos y con ello evitar que el gobierno federal utilizara al Banco de México para financiar su gasto y mediante esto se generaran procesos inflacionarios como sucedió en la década de los ochenta. Esta medida buscaba que el Banco de México adquiriera credibilidad a nivel mundial en cuanto a sus intenciones de mantener la estabilidad de precios, con la finalidad de combatir la inflación. Sin embargo, es hasta las reformas legales de diciembre de 1993 en donde se determinan las funciones a las que el Banco de México pondrá especial énfasis y a las que estarán sujetas¹⁴.

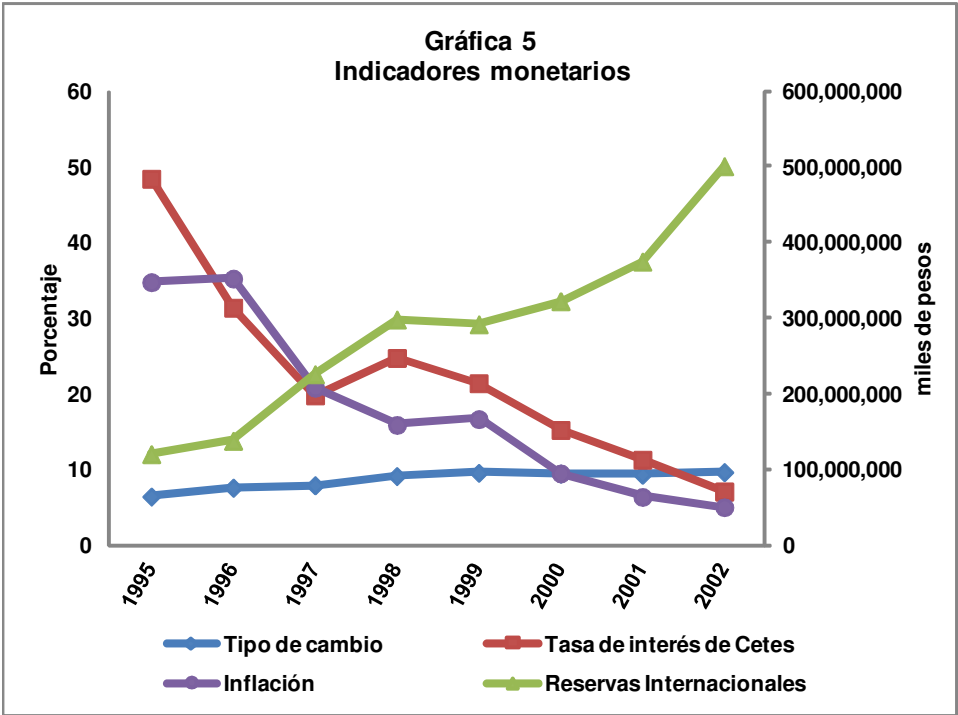
El régimen cambiario de bandas de flotación fue insostenible, ya que las reservas internacionales se agotaron consecuencia del estallido de la crisis y con ello de la estabilidad cambiaria; las tasas de interés internas ya no se podían elevar más para competir con las tasas de interés externas, que se estaban incrementando (principalmente las estadounidenses); y los Tesobonos dejaron de ser atractivos para los inversionistas, por lo que reclamaban sus inversiones. Esto hizo que el tipo de cambio ya no se utilizara como mecanismo de control de la inflación (Turrent, 2007).

Al no contar con las reservas internacionales necesarias para sostener el tipo de cambio fijo se optó por pasar a un régimen cambiario de libre flotación, es decir, su fluctuación estará determinada por cambios en la oferta y demanda de divisas en el mercado, el Banco de México dejó de intervenir en el control de la base monetaria.

Con la implantación del tipo de cambio flotante el Banco de México abandonó la política monetaria de fijar el tipo de cambio para frenar la inflación, mediante el establecimiento de bandas de intervención. Si el tipo de cambio se

¹⁴ “El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento” (Informe Anual Banxico, 1993:240).

aproximara al límite superior el Banco de México vendía reservas internacionales para evitar la depreciación y en contraposición, cuando el tipo de cambio se acerque al límite inferior se compraban reservas internacionales para frenar la apreciación. La adopción del tipo de cambio flexible era considerada una medida transitoria, ya que, una vez que se restaurara la estabilidad macroeconómica y las reservas internacionales crecieran a un nivel óptimo se procedería a cambiar de régimen cambiario, sin embargo con el paso del tiempo se obtuvieron resultados aceptables ya que el tipo de cambio no fue tan volátil (Turrent, 2007; Heath, 2003).



Fuente: Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Indicadores Macroeconómicos. Varios años.

Como se observa en la gráfica 5, la reducción de la inflación fue el eje central de la política monetaria ya que a partir de 1997 la acumulación de grandes montos de reservas internacionales por parte del Banco Central tuvo como objetivo influir en la confianza de los agentes económicos respecto a la solidez del tipo de cambio, ya que se pueden enfrentar ataques especulativos contra el peso y salida masiva de capitales. De esta forma la autoridad monetaria no se vería en la necesidad de devaluar el tipo de cambio.

De acuerdo con el Banco de México la oferta de dinero debería atender la demanda de base monetaria requerida cada día, ésta se modificó de acuerdo con la evolución de la trayectoria esperada de la base monetaria, el tipo de cambio, la diferencia entre la inflación pronosticada y la observada; el resultado de las encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los analistas; y los contratos colectivos de trabajo¹⁵. “Dado el esquema de flotación en vigor en México la base 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 del Banco de México y en la constitución de un ancla que, junto con el comportamiento del crédito externo del banco central sujete la evolución de los precios” (Informe Banco de México, 1995).

A principios de 1995 se fijó un límite al crecimiento del crédito interno neto de 10,000 millones de pesos, dejándose claro que dicha cantidad representaba sólo un valor máximo y no una meta. En marzo de 1995 se creó el encaje promedio cero. “Mediante dicho esquema, los saldos deudores que, en su caso, aparezcan al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, deben ser compensados, dentro de periodos de 28 días, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas de por lo menos igual monto. Los saldos positivos en estas cuentas no devengan intereses ni los negativos lo causan, salvo en ciertos casos. El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, lo hace acreedor a una penalización que se determina con base en el monto del faltante acumulado y de una tasa de dos veces la tasa vigente de CETES a 28 días” (Banco de México, Informe anual 1995: 81).

Se impusieron límites tanto a los saldos positivos y negativos de las cuentas de las instituciones de crédito con el fin de evitar que las tasas de interés a un día fueran volátiles. Así que si una institución de crédito se encuentra sobregirada al final del día en un monto superior al límite de los saldos negativos le cobrará dos veces la tasa de interés de los CETES. Mientras que las instituciones que

¹⁵ “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” (Banco de México, Informe anual 1995: 67,68).

mantengan saldos positivos superiores al límite establecido por el Banco de México no se le tomará en cuenta dicho excedente para el cálculo del saldo acumulado en el periodo del reporte, es decir, el excedente no sirve para compensar los sobregiros en otros días del periodo de cómputo.

Con la caída en las reservas internacionales se implementó una política monetaria alternativa, ya que fueron adoptadas nuevas herramientas para combatir la inflación, que fueran afines a los requerimientos del tipo de cambio flotante, es por ello que el Banco de México decidió adoptar el régimen de saldos acumulados¹⁶.

La incertidumbre en la actividad económica del país prevalecía, por lo que, se decidió mandar señales al exterior de las intenciones que tenía el Banco de México para preservar la estabilidad, de esto se desprende que como objetivos fundamentales estuvieran: “1) un objetivo de inflación anual, 2) una regla para asegurar que en todo tiempo la oferta de dinero se satisficiera sin excesos de demanda, 3) la posibilidad de restringir discrecionalmente la política monetaria en caso necesario, y 4) la implantación de metas trimestrales mínimas de acumulación de reservas máximas y mínimas para la expansión del crédito interno del Banco de México” (Como se cita en Turrent, 2007, p. 245).

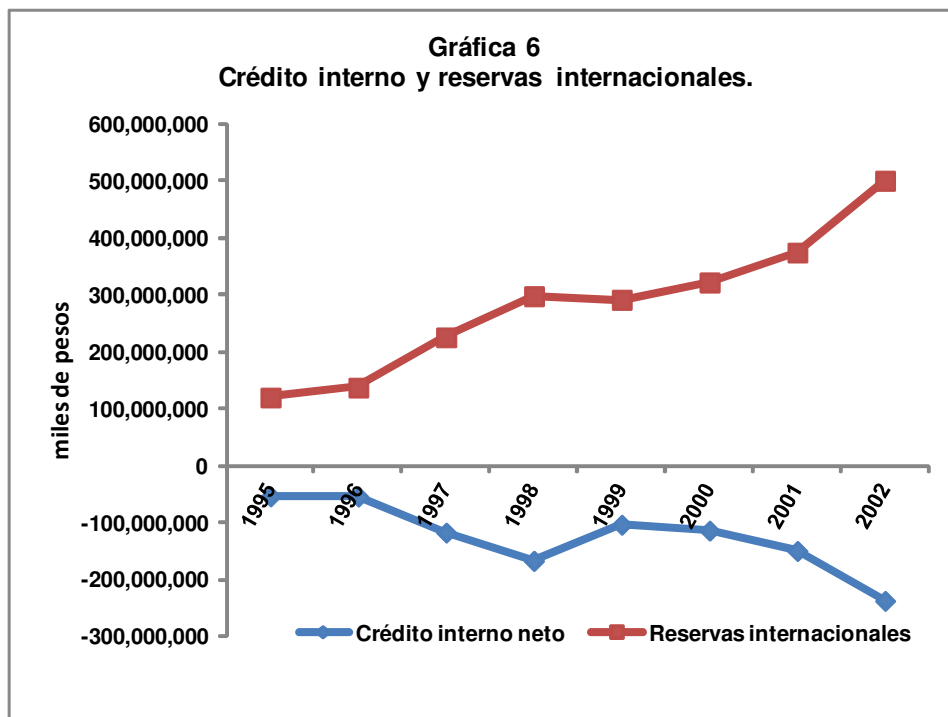
Ante la caída de los flujos de capital externos el Banco de México procedió a influir en las tasas de interés mediante la colocación de valores gubernamentales, provocando un aumento en éstas, sin embargo, esto generó que en el periodo de 1995 a 1998 el crédito interno se contrajera demasiado (ver gráfica 6). Esto ocasionó una fuerte disminución de créditos y depósitos bancarios.

En 1995 el crédito interno fue de grandes proporciones debido a la gran fuga de capitales, ocasionando que las reservas internacionales cayeran notablemente. “las operaciones de esterilización a través de manejo del crédito

¹⁶ “Por lo mismo, decidió implantar el régimen de encaje promedio cero a través de la política de saldos acumulados de los saldos diarios de las cuentas corrientes que mantienen los bancos en el Banco Central. Este régimen le permite manejar su postura en el mercado interbancario, de neutral a restrictivo o expansivo, según las circunstancias y sin determinar niveles de tasas de interés o de tipo de cambio” (Heath, 2003:195).

interno neto se constituyen en el instrumento principal de la política monetaria con dos objetivos:

1. Mantener bajo control la base monetaria, evitando fluctuaciones no deseadas del tipo de cambio que afecten el equilibrio en la balanza comercial y la balanza de pagos en su conjunto, y
2. Evitar fluctuaciones en la demanda agregada vía una variación indeseable de tasas de interés” (Ampudia, 2007; 106).



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Varios años.

Así que la política monetaria buscara influir en los componentes del crédito interno neto para mantener la base monetaria dentro de su pronóstico de expansión deseable que a su vez permita llegar a la inflación deseada. El Banco de México pone metas cuantitativas a largo plazo tanto a la base monetaria como al crédito interno para evitar el incremento de los precios de bienes y servicios, que pudiesen intervenir en el posible crecimiento de la actividad económica. Sin embargo, en el corto plazo hay diversos factores que aceleran el aumento de la

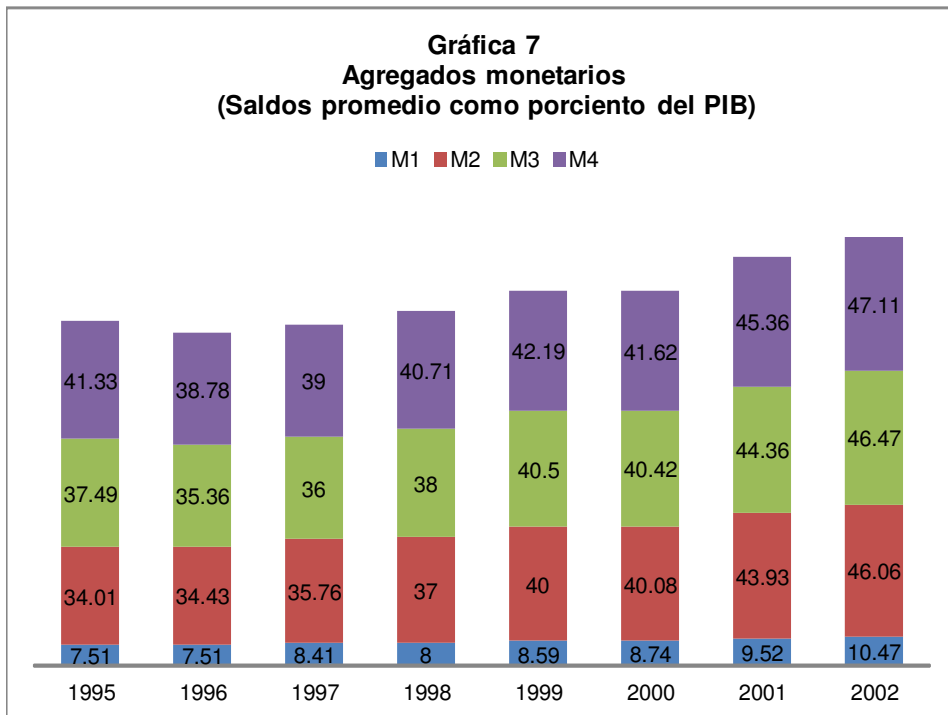
inflación, por ello el Banco Central manda señales mediante su posición de política monetaria al mercado de dinero.

Durante 1996 y 1997 la política monetaria puso límites al crecimiento del crédito interno neto y al pronóstico del incremento de la base monetaria. Se anunciaron pronósticos trimestrales y diarios con el fin de mandar señales que no se adoptarían medidas laxas de política monetaria, sin embargo las metas de inflación a corto plazo eran muy difíciles de cumplir ya que estaban sujetos a eventos que modificaban la estabilidad entre la base monetaria y los precios.

El nerviosismo que prevalecía en los mercados financieros durante 1997 y 1998 como consecuencia de las crisis en algunos países emergentes¹⁷ impactó gravemente la posición que tenían los agentes económicos sobre las inversiones en dichos países, por lo cual la entrada de capital privado disminuyó considerablemente. Dicha situación originó fuertes presiones sobre el tipo de cambio, que pronto llevaron a la depreciación de la moneda, las expectativas inflacionarias aumentaron y las tasas de interés se incrementaron (Ampudia, 2005).

La evolución del agregado M1, ha tenido un comportamiento a la baja debido a que se ha orientado la política monetaria al control de la liquidez para evitar presiones inflacionarias que puedan repercutir en el nivel del tipo de cambio. La tasa de crecimiento de dicho agregado en 1995 fue de 42.89% y para 2002 disminuyó drásticamente hasta 12.6%. Para los años de 1998 y 1999 se presentó una disminución en el ritmo de crecimiento de M1, de 19.18% y 26.2% respectivamente (ver anexo estadístico). La contracción se dio como consecuencia de la inestabilidad que había en los mercados internacionales como consecuencia de las crisis económicas que presentaron algunas economías emergentes, por lo que el Banco de México optó por mantener una política monetaria restrictiva, reflejándose en el comportamiento de dicho agregado.

¹⁷ La crisis rusa 1998, crisis brasileña 1998, crisis de países asiáticos 1997.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Estadísticas varios años.

Con respecto al comportamiento de los agregados monetarios M2 y M3 se observa que su comportamiento es más estable y al alza. M3 y M4 incrementaron su participación debido a que la liberalización financiera permitió que los agentes económicos inviertan en diversos productos financieros. Tanto M2, M3 y M4 están altamente influidos tanto por las tasas de interés y las expectativas de inflación, por eso la importancia de mantener la certidumbre en el mercado financiero para atraer inversiones en el largo plazo a la economía.

M3 presentó una tasa de crecimiento de 26.71% en 1998 ya que la tenencia de valores gubernamentales se redujo; M4 de igual forma se vio afectado por la desaceleración económica mundial, pues el ahorro financiero externo captado por el país fue menor, así que de tener una tasa de crecimiento en 1997 del 27.52% se pasó a 19.65% en 1999 (Ver anexo estadístico). Debido a ello el Banco de México decidió implementar una política monetaria restrictiva. Diariamente ajustó la oferta de dinero primario con el fin de no de suministrar excesos de base monetaria y con ello distorsionar el nivel general de precios.

Para el año 2001, se puede observar que el agregado M4 creció en un 16.84%, esto debido a que en el año 2000 aparecieron dos instrumentos financieros los Bonos de Protección al Ahorro Bancario (BPAs) emitidos por el IPAB y los Bonos de Regulación Monetaria (BREM)s emitidos por el Banco de México.

Pese a los esfuerzos por parte del banco central de imponer límites trimestrales a las variaciones del crédito interno y a no desacumular reservas, en 1999 se puede observar en la gráfica 5 que las reservas internacionales disminuyeron en un 2%. Aunado a esto el “corto” se incrementó de 130 a 160 millones de pesos, enviando la señal al mercado sobre sus intenciones de mantener un saldo acumulado negativo, ejerciendo influencia sobre las tasas de interés, pues se consideraba que debían elevarse y así evitar que la depreciación continuara y que la inflación se incrementara. “De este modo, la política de metas de inflación en México ha ido acompañada de una política monetaria de respuestas asimétricas a los movimientos cambiarios, que se ha traducido paulatinamente en una sobrevaluación del tipo de cambio real” (Galindo y Ros, 2006: 86).

3.2 Régimen de saldos acumulados como mecanismo de control de la inflación.

El régimen de saldos acumulados fue utilizado para mandar señales al mercado sobre la postura de la política monetaria que mantendrá el Banco de México. Sin embargo, no fija ni el tipo de cambio ni las tasas de interés sino que estas se determinan libremente en el mercado. La liquidez que se suministra al sistema bancario se realiza en dos ventanillas. “En una ventanilla los bancos obtienen a la tasa de mercado la liquidez que no entra en el corto, mientras que en la segunda obtienen la liquidez restante pagando una tasa mayor que la de mercado” (Téllez, 2007).

Este mecanismo operaba cada 28 días, en donde el Banco de México calcula el saldo acumulado de los saldos diarios que mantienen los bancos

comerciales en su cuenta corriente en el Instituto Central, procurando que el resultado al final del periodo sea cero. Si existe un saldo positivo en la cuenta corriente por parte de un banco comercial, en el Banco de México, perdería intereses ya que los recursos que le sobran no se invierten. En caso que la cuenta corriente tenga un saldo negativo, se le cobrará dos veces la tasa de CETES.

El objetivo de este mecanismo era lograr que los bancos comerciales no mantuvieran en promedio ni saldos negativos ni saldos positivos en sus cuentas corrientes que mantenían en el Instituto Central a fin de no perder intereses por no colocar sus sobrantes o pagar dos veces la tasa de interés de CETES al Banco de México para cubrir sus faltantes. En este último caso tendrá también la opción de acudir al mercado interbancario¹⁸ para adquirir el monto que necesitarían para llegar a su objetivo de saldo acumulado cero. A las instituciones de crédito que necesitaban préstamos para compensar saldos negativos en sus cuentas corrientes que les lleva el Banco de México les convenía más acudir al mercado interbancario que a la ventanilla especial, pues la tasa de interés vigente sería menor que la que se les cobraría al acudir al banco central (Informe anual. Banco de México. 1996)

Si se presentara un desajuste en la demanda del día y por consiguiente el pronóstico hecho por el Banco de México no fuera el óptimo, al día siguiente se tendría que corregir para neutralizar ese movimiento en el mercado de dinero. (Heath, 2003). Si la tasa de interés que se determinara en el mercado no coincidía con el objetivo de inflación pronosticada, el Banco Central modificaba su postura de política monetaria hasta que la tasa de interés fuera la que ayudara a cumplir con el objetivo planteado.

Mediante el anuncio de su objetivo de saldos acumulados es como el Banco de México envía señales al mercado de dinero sobre sus intenciones de reducir la inflación, (que es el objetivo fundamental de la política monetaria) y no al saldo acumulado observado. Si plantea un objetivo de saldos acumulados de cero,

¹⁸ Este mercado lo abre el Banco de México a las 7:30 p.m. para que los bancos comerciales puedan intercambiar fondos, además el Banco Central subasta créditos y depósitos para nivelar la demanda de billetes y monedas pronosticada con la observada.

significa que proporcionará a los bancos la cantidad de dinero solicitada a la tasa de interés de mercado; si establece un objetivo de saldos acumulados negativos¹⁹ quiere decir que los recursos solicitados por parte de los bancos comerciales no se suministrarán a la tasa de interés de mercado, así que dichos bancos buscarán mantener su saldo acumulado en cero, de no ser así buscarán hacerlo mediante el sobregiro de sus cuentas corrientes a una tasa de interés mayor a la del mercado o acudirán al mercado de dinero. Esto último presionará a la tasa de interés, ocasionando un alza en ella. En el caso del objetivo de saldos acumulados positivos, el Banco Central desea que la tasa de interés disminuya, por ello, tomará una pequeña cantidad de la base monetaria para colocarla en el mercado de dinero a una tasa de interés menor que la que indica el mercado. Esto genera que los bancos comerciales, presten dinero a una tasa menor a fin de no mantener recursos e incurrir en un costo de oportunidad. Esto se traduce en la baja la tasa de interés de mercado (Castellanos, 2002).

También se establecieron límites diarios tanto al monto de los saldos positivos como a los negativos, esto para evitar que se realizaran grandes operaciones que ejercieran fuertes presiones sobre las tasas de interés, antes del cierre del periodo de cómputo de los saldos acumulados. Lo descrito anteriormente permite que la oferta y la demanda de dinero sean iguales. Así las tasas de interés se determinarían en el mercado. (Informe anual. Banco de México. 1996)

Se implantó un límite al saldo positivo diario para cada banco comercial, esto ayudaba también a evitar que los bancos que mantuvieran saldos negativos subsanaran sus saldos con grandes depósitos al final del periodo computado en el Banco Central, ocasionando así que se incrementara la tasa de interés. Aunado a lo anterior, se establecieron topes a los sobregiros diarios que pudiera llevar a cabo un banco con el fin de evitar posibles bajas en las tasas de interés al inicio de cada periodo. “Así, cuando un sobregiro diario es mayor a su límite, el exceso ya no puede ser compensado y el banco en cuestión debe pagar dos veces la tasa de interés de mercado por el monto del excedente. Sin embargo, dicho monto

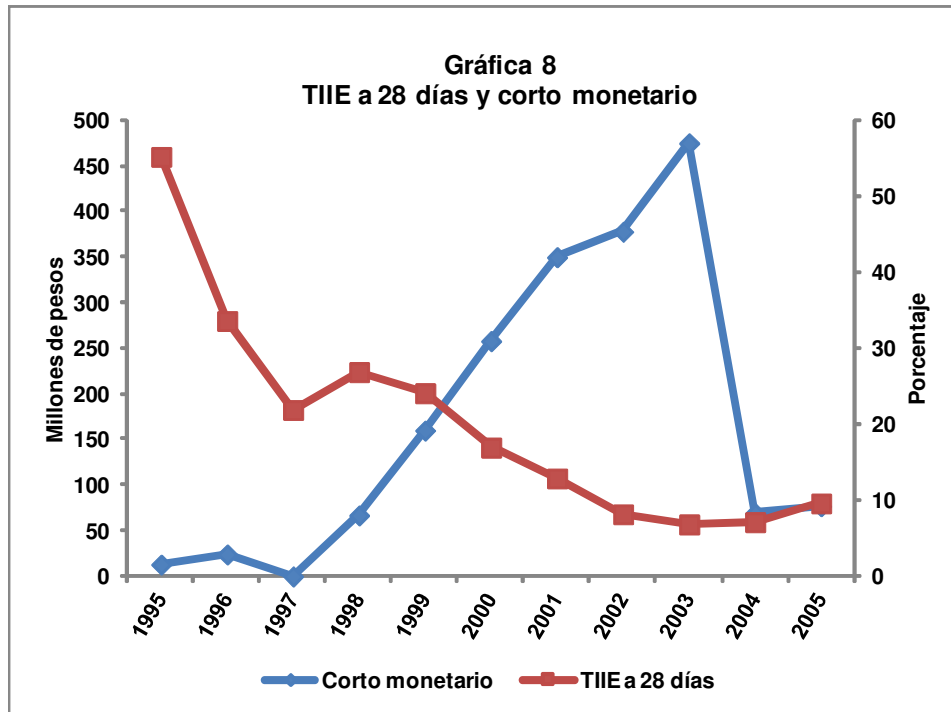
¹⁹ También conocido como corto, y los saldos acumulados positivos son llamados también largos.

excedente no es computable para el cálculo del saldo acumulado de ese banco y por lo tanto no tiene que ser compensado con saldos positivos. Ambos límites, tanto los fijados para los saldos positivos como para los negativos, se determinan caso por caso, en función del pasivo y del capital de cada institución.

Si bien, la cantidad de dinero que utiliza el Banco de México para llevar a cabo el “corto” es muy pequeña en comparación con la base monetaria total, influye en gran medida en el mercado de dinero. Al aplicarse el “corto” monetario, los bancos comerciales buscarán abastecerse de liquidez en el mercado interbancario con el fin de mantener el objetivo de saldos acumulados cero, pues sabrán que al final del periodo de monitoreo muchos tendrán faltantes en sus cuenta en el Instituto Central, de ser así tendrán que acudir a la ventanilla especial del Banco de México para sobregirar su cuenta y obtener los recursos necesarios para cubrir sus faltantes, sin embargo éstos recursos se proporcionan al doble de la tasa de interés del mercado. El efecto de la aplicación de un “corto” es que al competir los bancos comerciales por la liquidez, se incrementa la tasa de interés del mercado, que a su vez genera una disminución en la demanda de dinero, pues los agentes económicos preferirán ahorrar ya que la nueva tasa de interés es más atractiva, disminuyéndose con esto las presiones inflacionarias que se contemplaban antes de la aplicación del corto (Informe anual del Banco de México, 1996).

La gráfica 8, muestra la tendencia de la tasa de interés es a la baja como consecuencia de la disminución de la inflación, mientras que el monto de dinero que entra en el “corto” se incrementó debido a la política monetaria restrictiva llevada a cabo. Cuando se anunció el incremento en la cantidad de dinero que entra en “corto”, la tasa de interés de fondeo (tiie) se incrementa en el corto plazo, sin embargo, los bancos comerciales se adecuan a la nueva situación por lo que la tasa de interés tiende a bajar, es por ello que su influencia es temporal y se tiene que anunciar otro incremento en el “corto”. Es por ello que la tasa de interés de los CETES no muestre una tendencia tan clara tras un fuerte incremento en el monto del “corto” monetario. La caída de la tasa de interés entre marzo de 2003 y octubre de 2004 se originó por el cambio de un Régimen de Saldos Acumulados a Saldos

Acumulados Diarios, de ahí que la tendencia sea constante y al alza, pues no se presentan fuertes variaciones.



Fuente: Elaboración propia partir de datos de Banco de México. Varios años.

El Banco de México utilizó el “corto” monetario y el control del crédito interno como instrumentos de política monetaria para lograr que la base monetaria concordara con sus objetivos de inflación y no se presentaran desequilibrios en la economía que pudieran llevar a la fuga de capitales. Sin embargo, no se pudo mantener por mucho tiempo los objetivos monetarios trimestrales, ya que la base monetaria no se comportó de acuerdo a los requerimientos inflacionarios.

La inflación entre 1995 y 1996 no disminuyó y por ello no se cumplió con el pronóstico de inflación, ya que la inflación observada fue de 35.26 % en 1996, esto en gran medida se debió a que el peso se depreció, el salario mínimo se incrementó 12% en abril de ese año, los precios de los bienes y servicios públicos se incrementaron, así como los precios internacionales de los granos y de otros productos agrícolas (Banco de México. Informe anual. 1996).

“La aplicación del “corto” se orientó a restaurar las condiciones de estabilidad en los mercados financieros cuando éstos sufrían alguna perturbación.

Una vez que se lograba lo anterior, el objetivo de saldos acumulados regresaba a cero. En este sentido, el objetivo de inflación anual jugaba un papel importante para guiar las expectativas de los agentes económicos y las acciones discrecionales de política monetaria instrumentadas durante el año se orientaban a minimizar el impacto de perturbaciones financieras no anticipadas sobre la trayectoria de la inflación” (Martínez, Sánchez y Werner 2001;7).

3.3 Política monetaria restrictiva (1995-2011)

La política monetaria en México a partir de 1995 se ha enfocado en mantener altas tasas de interés internas con respecto a las tasas de interés externas y ha esterilizado grandes montos de reservas internacionales para mantener la apreciación del tipo de cambio, por lo que la deuda pública interna se ha incrementado y por ello es que se ha limitado el papel de la política fiscal, pues se busca contener la demanda interna.

Las intervenciones en el mercado cambiario por parte del Banco de México se han incrementado ya que se pretende evitar la inestabilidad en el tipo de cambio y evitar presiones inflacionarias que puedan afectar el cumplimiento de las metas de inflación preestablecidas. Sin embargo, el costo de esterilización es muy alto, debido a que se mantienen altas tasas de interés internas con respecto a las externas; y por otro lado se conservan grandes montos de reservas internacionales que a su vez representan un costo de valuación por el cambio en su valor debido a la apreciación o depreciación del peso. (Mántey, 2009).

3.3.1 Política monetaria basada en Objetivos de Inflación.

Cuando el Banco de México anuncia el objetivo de inflación anual este juega un papel fundamental en las expectativas de los agentes económicos, además las acciones discrecionales de política monetaria estarán encaminadas a cumplir con la trayectoria de la inflación. Si el objetivo de inflación se desvía a lo largo del año como consecuencia de choques externos y perturbaciones financieras se tratara

de minimizar su impacto lo más rápido posible. Así que se ha puesto menos énfasis al crecimiento de la base monetaria, lo opuesto ocurre con el cumplimiento de las metas de inflación de corto y mediano plazo que son de suma importancia. A partir de 1998 las acciones discrecionales llevadas a cabo por el Banco de México se centraron principalmente en llegar al objetivo planeado.

En 1999 se pasa de una estrategia encaminada a la imposición de límites trimestrales al crecimiento del crédito interno a una estrategia de metas de inflación (inflation targeting), pues tanto la base monetaria y la inflación no correspondían a la trayectoria deseada. Se dejó a un lado el control directo de la oferta monetaria, la influye mediante la tasa de interés de forma indirecta. Las variaciones de la oferta monetaria dependen de las fluctuaciones de la demanda de dinero y de crédito, es decir, la oferta monetaria es endógena. (Huerta, 2009: Rochon; 1999).

De acuerdo con el Banco de México las características principales del régimen monetario de un esquema de objetivos de inflación son:

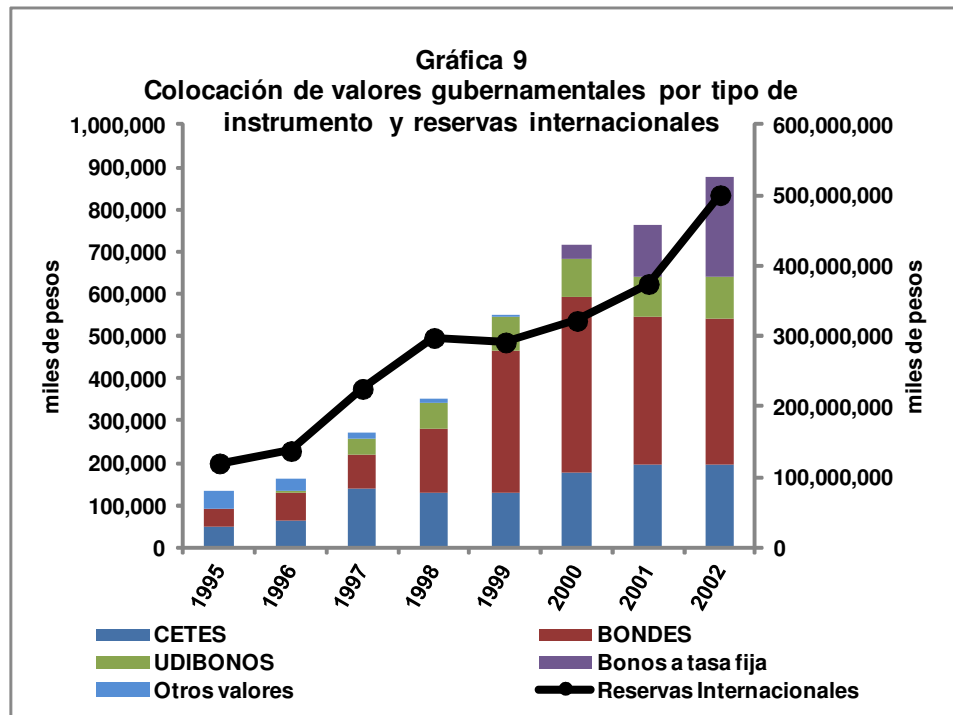
- a) “el reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria;
- b) el establecimiento y anuncio de metas de inflación de corto y mediano plazos;
- c) la consolidación de una autoridad monetaria autónoma;
- d) la aplicación de la política monetaria en un marco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

tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios” (Informe anual del Banco de México, 2011; 101).

Estas medidas se implementaron porque los agentes económicos basan sus expectativas inflacionarias en el cumplimiento de las metas de inflación pasadas y no ponen atención en el crecimiento de la base monetaria.

La gráfica 9 muestra el comportamiento de la colocación de valores gubernamentales por parte del Banco de México a cambio de pesos, manteniéndose una tendencia al alza, ya que con el paso de los años se han acumulado grandes montos de reservas internacionales para conservar la convertibilidad del tipo de cambio. Con el fin de mantener el carácter restrictivo de la política monetaria se reduce el crédito interno neto y se esterilizan los montos de divisas que entran en la economía y que se traducen en un aumento de liquidez, que posteriormente pueden presionar al alza los precios internos.

El Banco de México al buscar ajustar la demanda y oferta de dinero primario llevó a cabo operaciones en el mercado de dinero, para preservar la estabilidad del tipo de cambio y cumplir con el objetivo de inflación ocasionó que la autoridad monetaria recurriera a la esterilización de divisas mediante la colocación de bonos gubernamentales. La esterilización por la acumulación de activos internacionales ha originado que el Banco Central tenga una posición deudora en el mercado de dinero. Sin embargo, esto no le conviene a dicha institución, por ello se ha buscado mantener una posición acreedora diaria que le permita ejercer mayor influencia sobre las tasa de interés de corto plazo. Si se tiene una posición acreedora significa que la banca va a demandar la liquidez que posee el instituto central para poder mantener sus cuentas corrientes en cero dentro de éste (Banco de México. Informe anual. 2000).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de México. Varios años.

Para que ello se lleve a cabo y así poder financiar su posición deudora a largo plazo y obtener un monto sobrante de liquidez que pueda inyectar en el corto plazo, utiliza como medidas depósitos obligatorios de la banca en el Banco de México y vende títulos gubernamentales. Como se observa en la gráfica 9 la colocación de bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) con cargo al Banco de México aumentaron en gran escala a partir de 1998 incrementándose un 85% con respecto a 1997 y para 1999 llegó a representar un 62% del total de valores gubernamentales emitidos. Los bonos a tasa fija se incrementaron notablemente a partir del año 2000, sin embargo es en 2001 y 2002 cuando su participación en el total crece en 16% y 27% respectivamente. De 1995 a 1998 la colocación de valores gubernamentales tuvo una tendencia al alza pero fue muy insignificante, debido a que las condiciones en el país no eran favorables. Las tasas de interés no eran atractivas, los inversionistas preferían acudir a mercados financieros más desarrollados y seguros. En contraste las reservas internacionales se incrementaron rápidamente como consecuencia de los préstamos que se le hicieron al Banco de México.

En el año 2000 se comenzaron a emitir Bonos de Protección al Ahorro Bancario (BPAs). Por ello se incrementó la oferta de títulos que pagan tasa de interés flotante. A partir de agosto del año 2000 el Banco de México comenzó a emitir Bonos de Regulación Monetaria, se diseñaron para intermediarios financieros que desean obtener títulos con menor volatilidad en su precio debido a fluctuaciones en las tasas de interés, aunque se emiten a mediano plazo su tasa de interés es revisada diariamente. Representan un menor riesgo y son muy atractivos.

Con la libre movilidad de capitales en los mercados internacionales, los agentes económicos cuentan con la posibilidad de cambiar instrumentos financieros en moneda nacional por instrumentos menos volátiles y por ello acudirán a mercados financieros con monedas más estables y los reemplazarán por activos más seguros y redituables. “Mientras más alta sea la sustituibilidad entre instrumentos financieros internos y externos, menor será el margen de maniobra y menor la efectividad de las operaciones de esterilización y por tanto no se logran los objetivos” (López, 2003: 161).

La efectividad de la política monetaria se verá afectada con el acceso que tienen los agentes económicos a los mercados financieros, pues recurren a estos para obtener depósitos o créditos que le sean más valiosos y menos costosos respectivamente. Es por ello que se recurre a la esterilización de divisas para afectar el nivel de la tasa de interés.

“Bajo un régimen cambiario de libre flotación y un régimen monetario de metas de inflación, en un escenario de globalización financiera, la liberalización de la cuenta de capital y entradas masivas de flujos de capital, la esterilización es la vía obligada de control sobre la base monetaria” (Ampudia, 2007:104). De ahí que desde 1996 el Banco de México ha acumulado grandes montos de reservas internacionales lo que significa un aumento en la liquidez de la misma proporción, por ello ha procedido a esterilizar estos flujos para evitar fluctuaciones en el tipo de cambio y presiones en la inflación (ver gráfica 9).

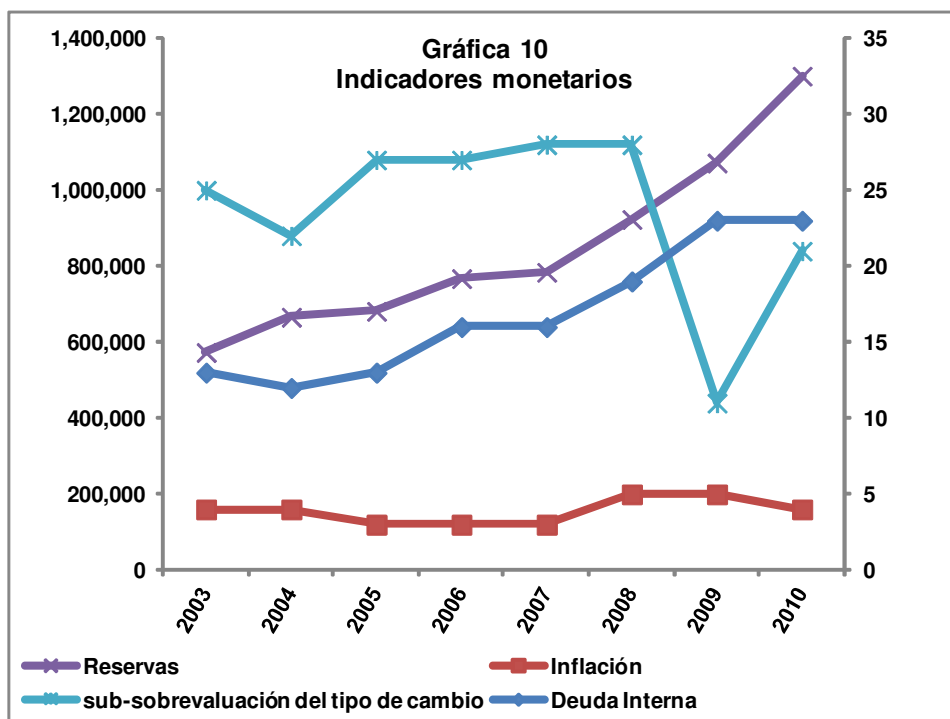
Tras la adopción del objetivo de metas de inflación el Banco de México ha destinado sus esfuerzos a no rebasar la meta impuesta que propone para cada

año, debido a que el incumplimiento de ésta mandaría señales a los agentes económicos de inestabilidad financiera. Es por ello que para el año 2000 estableció una meta de inflación del 10% y la cumplió ya que al final del año la inflación fue de 9.51; para 2001 se estableció la meta en no rebasar el 6.55 anual, lográndose al final del año un 6.39% de inflación y finalmente para 2002 el objetivo se estableció en 4.5%, sin embargo para el cierre del año la inflación fue de 5.03%.

3.4 Estabilidad macroeconómica y bajo crecimiento económico 2003-2011.

Al aplicarse una política monetaria contraccionista por parte del Banco de México ocasiona que la tasa de interés de fondeo bancario (objetivo) aumente, este factor ocasiona que fluya la inversión extranjera hacia el mercado de capitales ya que resultan más atractivas las tasas de interés internas que las internacionales. Ingresan más dólares generando una apreciación del tipo de cambio, lo que impacta a las exportaciones ya que las hace menos competitivas, así que la demanda agregada se reduce afectando de igual forma a la balanza comercial. Como la demanda agregada se contrae, la inflación tiende a disminuir. Es por ello que las autoridades monetarias preferirán una apreciación del tipo de cambio pues esto presionara los precios internos a la baja y se podrá cumplir con las metas de inflación establecidas en su programa monetario.

Con la adopción de metas de inflación se ve una clara tendencia a la baja de la inflación y el tipo de cambio tiende a la apreciación. “El instituto central aumenta la tasa de interés en el caso de una devaluación del tipo de cambio, con objeto de evitar brotes inflacionarias; sin embargo, una apreciación del tipo de cambio que reduce las presiones de precios no se traduce en una disminución consecuente de la tasa de interés” (Galindo y Ros, 2006: 86).



Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Banco de México. Varios años.

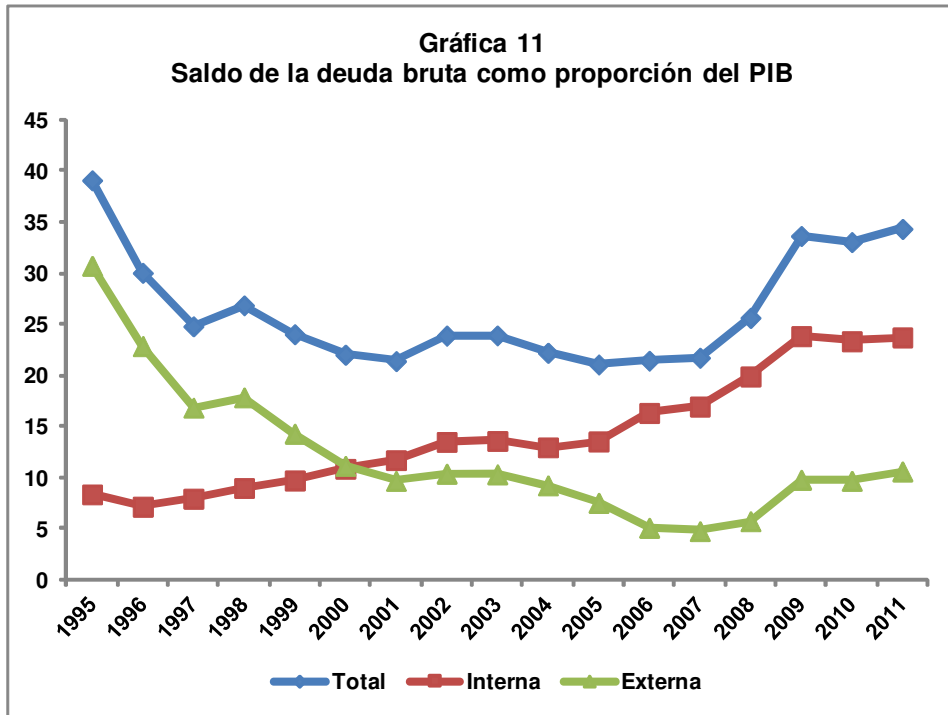
Para mantener la inflación baja y poder dar certidumbre a los agentes económicos, el Banco de México procedió a mantener el tipo de cambio apreciado ya que con ello tenía la expectativa de atraer flujos de capitales que se verían favorecidos por las altas tasas de interés mantenidas en México. En la gráfica 10 se puede ver que las reservas internacionales se han incrementado para poder mantener la convertibilidad del tipo de cambio, de ahí que se tenga que esterilizar el monto de éstas para no afectar la economía. Se observa que la deuda interna se ha incrementado por ello.

Así que la política monetaria se ha centrado en la estabilidad de precios a costa de la apreciación del peso, un alto monto de activos internacionales y una creciente deuda interna que a su vez “han representado un alto costo para el país, pues en vez de que tales recursos sean invertidos a beneficio de la esfera productiva para mejorar la competitividad, reducir la presiones sobre el sector externo e impulsar el crecimiento económico y el empleo, se prefiere mantener la estabilidad cambiaria a favor de lo financiero” (Huerta, 2009: 43).

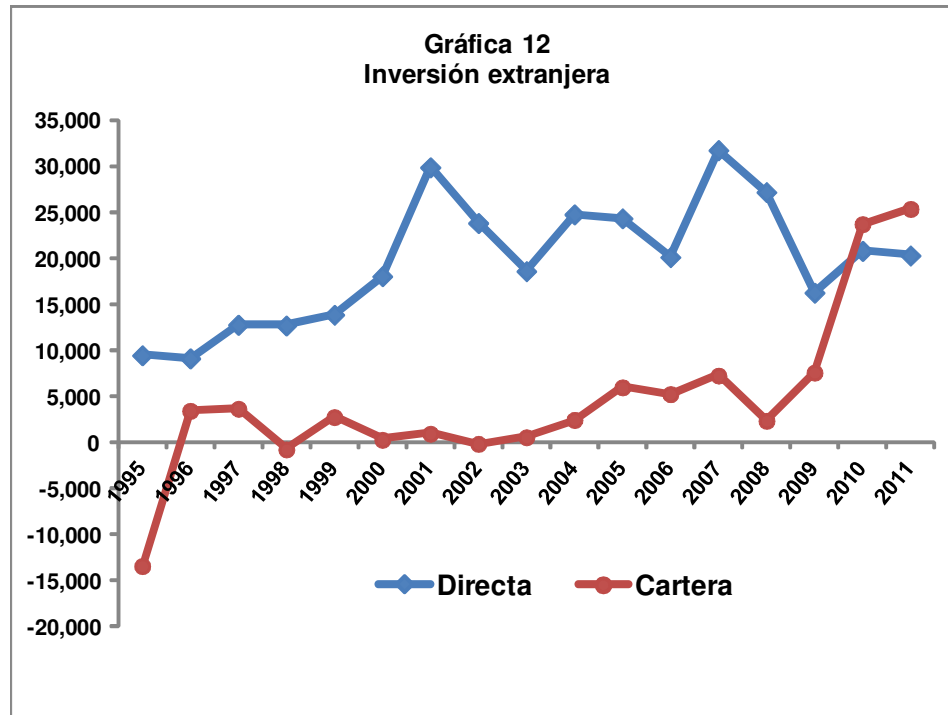
Si bien, en estos últimos años las tasas de interés han disminuido como consecuencia de la tendencia a la baja de la inflación, esto no ha beneficiado a la expansión del crédito, ya que cada vez es menos el crédito que se otorga tanto a las pequeñas y medianas empresas. Hay un efecto dañino en la economía mexicana, pues mientras se mantienen tasas de interés altas (con respecto a las internacionales) para la atracción del capital financiero, esto mismo genera que los créditos bancarios sean más caros con respecto a otros países, por lo tanto la demanda de créditos se contrae, la inversión productiva disminuye, sigue la tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio, este efecto cambiario lleva a que las exportaciones sean menos competitivas y se recurra a las importaciones para satisfacer la demanda del mercado interno. Como se observa en la gráfica 11 la deuda interna del país se ha incrementado debido a la colocación de valores gubernamentales para esterilizar la acumulación de reservas internacionales, que con el paso de los años han tendido al alza para garantizar la convertibilidad de la moneda al tipo de cambio y evitar la corrida masiva de capitales, sin embargo estas acciones han limitado el papel de la política fiscal, pues se busca contener la demanda interna.

“El desequilibrio en las finanzas públicas, aunado al déficit comercial con el exterior, ocasionado por la apreciación cambiaria, inexorablemente inducen la reversión violenta del capital externo de corto plazo, que precipita la doble crisis cambiaria y financiera” (Mántey, 2009:73).

La inversión extranjera de cartera ha fluctuado mucho a lo largo de este periodo, originando desequilibrios en el mercado financiero. Al existir libre flujos de capitales el impacto tras una corrida financiera en un país como México que depende mucho de ellos, lo coloca en una posición vulnerable como en el año de 1995.



Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Varios años.



Fuente: Elaboración propia con datos Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Indicadores macroeconómicos. Varios años.

Como se observa en la gráfica 12, en los años de 1998 y 2002 la inversión de cartera tuvo cifras negativas debido a la inestabilidad de los mercados financieros. Por ejemplo las crisis en países emergentes que comenzaron con el estallido de la crisis mexicana, hicieron que los inversionistas no quisieran invertir en economías emergentes, por lo que comenzaron a retirar sus capitales de diversos mercados financieros de países en desarrollo para llevarlos a países con mercados financieros más desarrollados y estables, desestabilizando con ello a varias economías emergentes, como en el caso de México, que la inversión extranjera de cartera pasó de 3735.5 millones de dólares en 1997 y para el siguiente año cayó a -684.1 millones de dólares. Estas fluctuaciones se originan porque la inversión extranjera de cartera está sujeta a diversos factores, entre ellos las tasas de interés, el tipo de cambio, las decisiones de los agentes económicos, el riesgo país, etcétera.

La necesidad de atracción de la entrada de capitales es para cubrir su déficit externo, sin embargo, cualquier síntoma de inestabilidad bastará para que los agentes económicos retiren sus inversiones y las destinen a otros países más seguros y rentables, de ahí que las tasa de interés se mantengan altas para atraerlos. Es por ello que la política monetaria es de carácter restrictivo, pues busca eliminar cualquier desequilibrio en la economía, manteniendo la inflación baja y un tipo de cambio apreciado.

“Esta sobrevaluación está relacionada con el importante efecto de transmisión (pass through) del tipo de cambio nominal a la inflación. Esto es, el Banco de México ha buscado reducir este efecto de transmisión, entre el tipo de cambio y la inflación, a través del aumento del corto ante devaluaciones bruscas. Ello se ha traducido en un sesgo en la apreciación cambiaria de la política monetaria” (Galindo y Ros, 2006: 87).

3.4.1 El tipo de cambio: ancla nominal de la política monetaria.

Al mantener un régimen de tipo de cambio flexible en una economía se prevé que sus variaciones estarán sujetas a los movimientos en la oferta y la

demanda de divisas, además se parte del supuesto que el banco central no intervendrá en el mercado de divisas. Pero si se presenta una situación que ponga en peligro la estabilidad del tipo de cambio y con ello una fuerte presión sobre el nivel de precios el banco central intervendrá comprando o vendiendo dólares. “Dado que estas intervenciones modifican las reservas, se debe ajustar el monto del crédito interno neto para no generar de manera automática una variación indeseable de las tasas de interés que conduzcan a una elevación de la inflación” (Cruz, 2006; 93).

Si bien, en el régimen de metas de inflación no será deseable la intervención esterilizada en el mercado de cambios para regular el tipo de cambio, ya que se sostiene la idea de la libre flotación; en los últimos años ésta idea se ha modificado debido a que los países en vías de desarrollo se busca cumplir con la meta de inflación establecida a fin de dar mayor credibilidad a la política monetaria.

Se ha debatido mucho sobre las ventajas que poseen los bancos centrales en países emergentes ya que poseen información sobre las transacciones que se llevan a cabo, debido a que tienen mercados financieros poco profundos. Además se encargan de las operaciones con divisas y de la contracción de la deuda externa de los gobiernos; y mantienen vigilancia y regulación dentro del mercado de cambios (Mántey, 2009).

De ahí que en los países en desarrollo se vuelva común la intervención de los bancos centrales en sus mercados cambiarios, ya que al experimentar un elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación se hace más difícil cumplir con las metas de inflación. Las intervenciones esterilizadas en el mercado de cambios son aceptadas cuando existan fuertes variaciones en el tipo de cambio debido a desequilibrios temporales, buscando disminuir su variabilidad y así evitar la estabilidad macroeconómica de un país. Dichas intervenciones deben estar acompañadas por anuncios sobre los cambios en la política monetaria y fiscal para que los agentes económicos comprendan el comportamiento del banco central y puedan reaccionar de acuerdo con el movimiento del mercado. (Krugman y Obstfeld, 1999).

La tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio se ha hecho más evidente a partir de 1999, sin embargo es en el año 2002 en donde se mantiene una sobrevaluación del 37.07 (ver gráfica 6), la más alta de la última década. “Esto es, como el Banco de México se encuentra bajo una obvia presión para alcanzar las metas de inflación, el proceso de intervención de la política monetaria no es simétrico, ya que el instituto central no tiene ningún incentivo para revertir una sobrevaluación del tipo de cambio real, que incluso puede favorecer las metas de inflación” (Galindo y Ros, 2006: 87).

La política monetaria restrictiva ha mantenido altos montos de reservas internacionales, la sobrevaluación del peso y el incremento de la deuda interna con el fin de mantener baja la inflación para cumplir con sus metas de inflación, en la gráfica 12 se observa claramente esta tendencia.

El incremento de los montos de reservas internacionales ha tenido diversas implicaciones en la economía, ya que generan costos financieros al país como “resultado de la diferencia entre los rendimientos que dan esas reservas al colocarse en bonos del Gobierno de los estados Unidos y la tasa de interés que deben pagarse por los títulos que emite el gobierno, con el fin de estabilizar las divisas ingresadas al país” (Garrido, 2010: 212). Aunado a ello está la contracción de créditos bancarios que se ha intensificado con el paso de los años tras la crisis de 1995 y le han dado preponderancia a la intermediación de valores gubernamentales y a la venta de instrumentos de cobertura para la administración de riesgos, pues éstas actividades representan mayores ganancias y riesgos más bajos. Esto ha afectado al desarrollo del mercado interno (Mantey, 2007). Debido a dicha contracción por parte de los bancos comerciales a las empresas y consumidores, la tasa de interés que se les cobra por los créditos otorgados se incrementará, generándose costos de producción más altos y un aumento en los precios en el corto plazo. Aunque en el largo plazo las tasas de interés más altas reducen la inflación y disminuyen la demanda efectiva (Rochon, 2010).

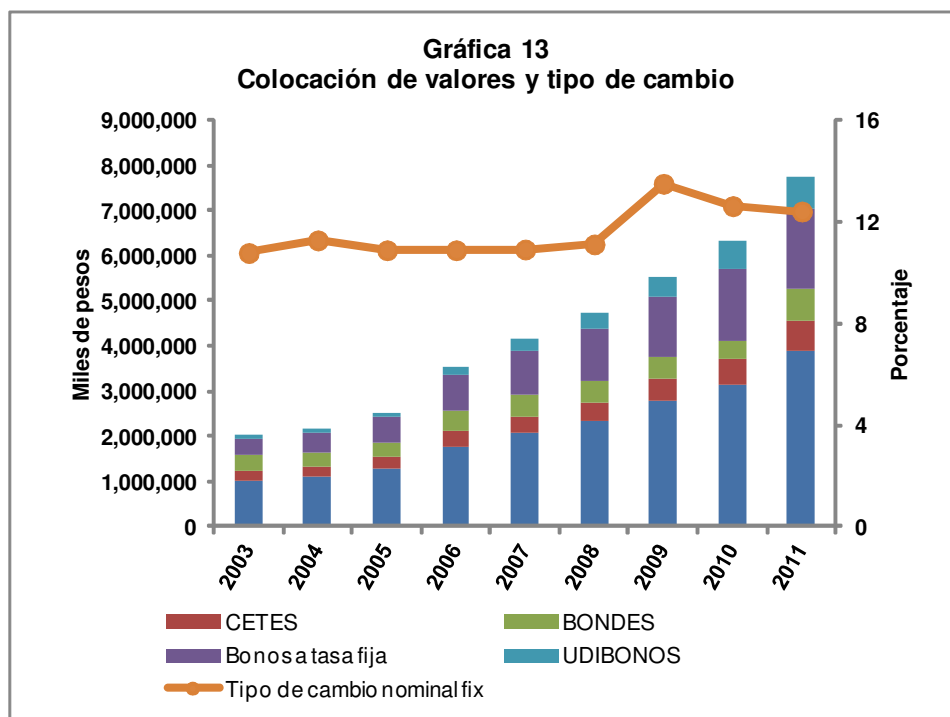
“El oligopsonio en el mercado de depósitos ha afectado toda la estructura financiera del país pues ha causado: a) La contracción del crédito bancario y su canalización creciente para financiar gastos de consumo e hipotecas, en

detrimento del crédito a la producción. b) El lento desarrollo del mercado privado de capitales. c) Un sobreendeudamiento público con fines de regulación monetaria” (Mantey, 2007: 50).

Se ha criticado al Banco de México por su constante acumulación de divisas porque México tiene deudas en dólares y en pesos que le generan costos financieros que podrían disminuir si se utilizaran las reservas para pagarlas, pero se prefiere mantener recursos ociosos para respaldar el tipo de cambio, el cual sigue una tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio impactando negativamente las exportaciones (Garrido, 2010; Levy, 2005; Mantey 2010). El Banco de México adoptó un mecanismo para reducir la acumulación de reservas internacionales²⁰ debido a que el monto se incrementó considerablemente desde 2003, generándose un alto costo para el Banco de México. “Dicho costo resulta principalmente de la diferencia entre el rendimiento de dichas reservas y la tasa de interés que se paga por los pasivos emitidos para financiar su tenencia” (Informe anual. Banco de México. 2003; 101).

La modificación de la tasa de interés mediante las operaciones de mercado abierto que lleva a cabo el Banco Central para cumplir con las metas de inflación propuestas sólo se pueden realizar en países industrializados ya que los mercados financieros son profundos y donde la liquidez ejerce influencia en el tipo de cambio, pero en economías en vías de desarrollo las acciones de sus bancos centrales ejercen poca influencia, ya que estará sujeto el tipo de cambio a la libre entrada de flujos internacionales de capital que muchas veces generan inestabilidad. (Levy, 2005; Toporowski, 2005). No se han tomado en cuenta las características endémicas de éstos países en vías de desarrollo, la alta volatilidad de los flujos de capital, su endeudamiento externo e interno y en especial las limitaciones en la conducción de sus políticas monetarias.

²⁰ El mecanismo para reducir la acumulación de reservas internacionales se llevo a cabo desde mayo de 2003 hasta julio de 2008. Para los meses de agosto, septiembre y octubre de 2007 no se realizó dicho mecanismo.



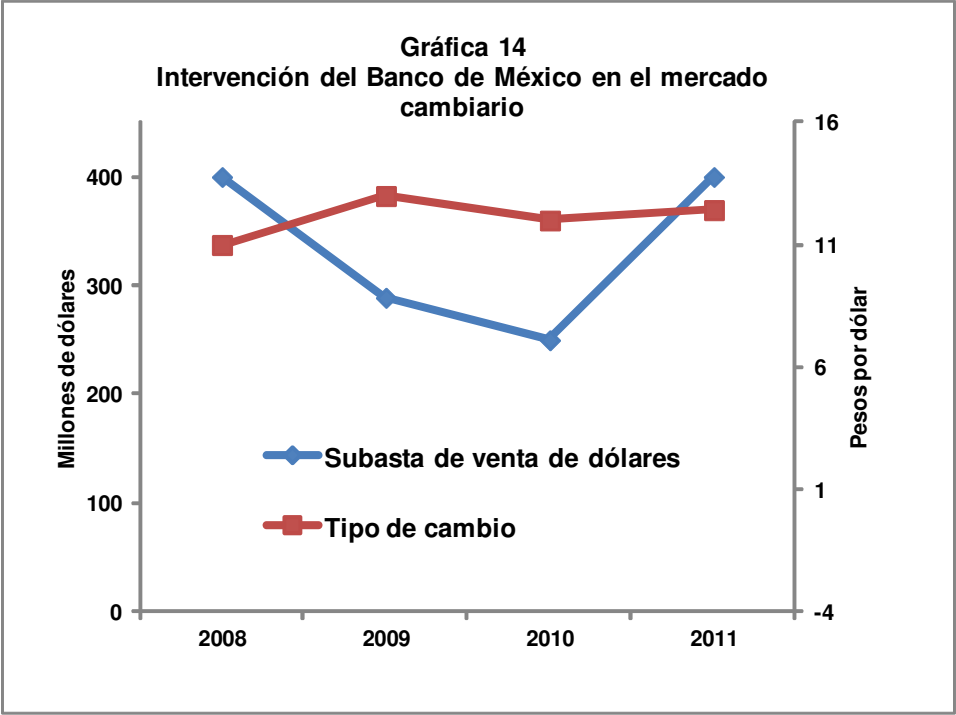
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México y el Centro de Estudios de Finanzas Públicas. Varios años.

En economías emergentes los ajustes en la política monetaria suelen ser tardados debido a que las acciones que lleva a cabo en banco central no siempre son acogidas correctamente por los agentes económicos. “Entre mayor sea la competencia y la apertura de los mercados, mayor es la velocidad de transmisión de la política monetaria” (Gómez, 2005: 355).

En el caso de México no existe una libre flotación del tipo de cambio como lo supone el régimen de metas de inflación ya que, cuando el peso toma una senda equivocada que pueda interferir en el cumplimiento de la meta establecida, el Banco de México interfiere en el mercado de cambios. De acuerdo con la investigación de Calvo y Reinhart (2002) de 39 países estudiados, en el 97% de los países que mantienen tipos de cambio flexibles, sus bancos centrales intervienen en sus mercados cambiarios.

Cómo se observa en la gráfica 14, el tipo de cambio ha sido volátil debido a la fuerte inestabilidad de los mercados financieros internacionales ocasionada por la fuerte crisis mundial que se ha vivido. De ahí que se observe una relación inversa entre la subasta de dólares y el comportamiento del tipo de cambio.

Cuando el tipo de cambio tiende a la depreciación, se subastan dólares con el fin de frenar la demanda de dólares y poder mantener el peso apreciado. En 2008 y 2009 la depreciación del tipo de cambio fue evidente como consecuencia de la crisis de Estado Unidos, lo que ha elevado la percepción de riesgo en las economías emergentes. Por lo que se recurrió a la subasta de venta de dólares, con el fin de estabilizar el tipo de cambio y lograr la posterior apreciación del peso, como se observa en 2010.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Varios años.

“El miedo a flotar, debido a las consecuencias inflacionarias de una devaluación, ha impedido que el esquema de metas de inflación se aplique de manera consistente en México;...el uso de la intervención esterilizada en el mercado de cambios oculta el mecanismo de transmisión de la política monetaria y su costo fiscal” (Mantey, 2009: 73).

“La volatilidad del peso mexicano repercute en los precios, la estructura temporal de las tasa de interés y, por tanto, en la inversión, el empleo y el crecimiento económico. Esto tiene que ver con el hecho de que el mercado

financiero mexicano aún es muy débil: un puñado de transacciones mayúsculas pueden inducir una gran volatilidad monetaria” (Perrotini, 2003: 11).

De acuerdo con varios autores no se cumple con la teoría de la paridad descubierta de tasas de interés en países que se rigen por el régimen de metas de inflación debido a que los agentes económicos operan dentro del mercado cambiario en el corto plazo debido a la inestabilidad del tipo de cambio, de ahí que los cambios en la tasa de interés no perturbaran sus inversiones. Por otro lado, está la apreciación cambiaria que se genera por la decisión de agentes económicos de pedir préstamos en una moneda para poder comprar valores gubernamentales en otra divisa que ofrece mayores rendimientos, afectando al país que entrega tasas de interés más altas (Mantey, 2009; Bonfinger, 2001; Hühner, 2004).

Debido a esto el Banco de México utiliza tanto las operaciones de mercado abierto para direccionar la tasa de interés y la intervención esterilizada para regular el tipo de cambio con el fin de alcanzar el equilibrio externo, es decir que el costo de esterilización se muevan en la misma dirección y converjan con su política monetaria.

Al no cumplirse la hipótesis de la paridad descubierta de tasas de interés en México, si el banco central buscara controlar la tasa de interés para modificar el tipo de cambio no podría hacerlo, debido a que los movimientos de capital también son influidos por otras variables como prima de riesgo, cumplimiento de la meta de inflación pasada, etc.

En México la mayoría de activos y pasivos son de corto plazo, es por ello que son más sensibles a los cambios en las tasas de interés y menos volátiles, esto hace más difícil que un movimiento de las tasas de interés afecten las inversiones a largo plazo (Gómez, 2005). A pesar de la influencia que puede tener el Banco de México en el nivel de precios con base en las modificaciones que hace en el corto plazo en las tasas de interés mediante el “corto” y con ello en el tipo de cambio, no tiene control sobre las variaciones en los precios. “Poca maniobrabilidad tienen los bancos centrales ante movimientos bruscos de salidas de capitales o una deflación financiera. Ambas situaciones son inevitables porque

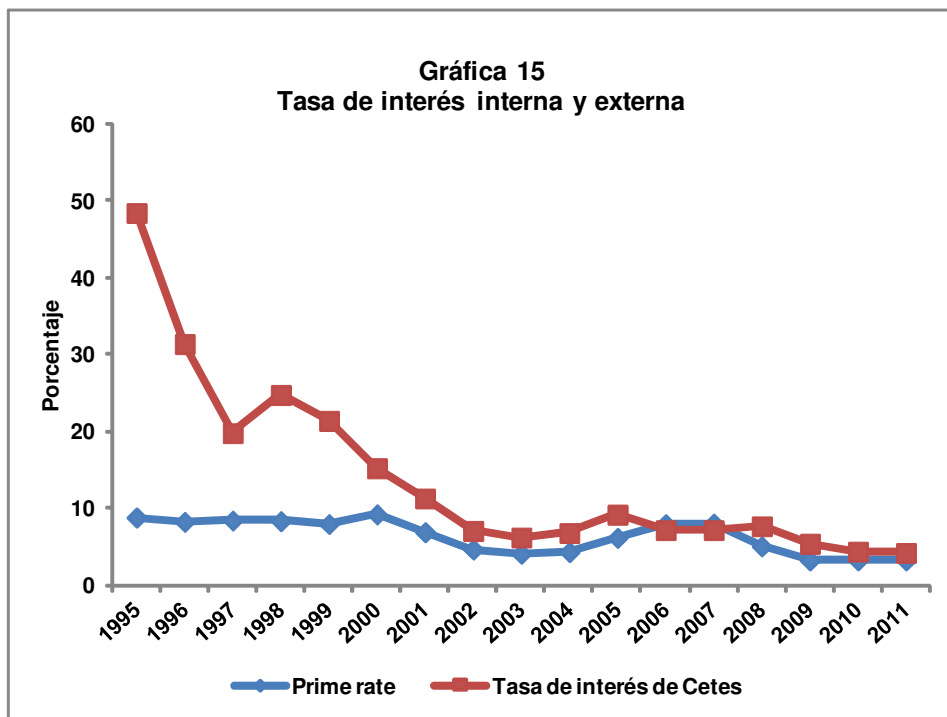
tanto el influjo del capital como la inflación financiera los preceden e implican acumulación de pasivos financieros” (Toporowski, 2005: 235).

La demanda agregada no siempre se verá afectada con las modificaciones en la tasa de interés de corto plazo, pues son muy pocas las inversiones a largo plazo. Aunque las tasas de largo plazo aumentaran, no se impactaría de forma inmediata a la demanda agregada, ya que los efectos de una política monetaria restrictiva no se transmiten rápidamente a las instituciones financieras; los agentes económicos deben confiar en la estabilidad del mercado financiero lo que no siempre se logra en países emergentes como en el caso de México ya que están sujetos a diversos factores de inestabilidad política y social; y por último aunque la baja en las tasas de interés de largo plazo estimularan la inversión productiva, las repercusiones no serían tan fuertes debido a la poca profundidad del mercado financiero (Gómez, 2005).

“Ante la necesidad de no afectar el riesgo-país y mantener la confianza en los mercados financieros internacionales y el acceso a su financiamiento, se prefiere no modificar la política macroeconómica, a pesar de sus efectos de desaceleración de la economía” (Huerta, 2009: 25).

Como se observa en la gráfica 15, se mantienen alta la tasa de interés interna con respecto a la externa para mandar señales a los agentes económicos que no habrá presiones fuertes sobre los precios. Se mantiene el diferencial de tasas de interés con el fin de promover la entrada de capitales y evitar una corrida financiera.

De 1995 al 2000 la tasa de interés de los CETES se mantuvo muy alta para atraer flujos de capital externo, sin embargo a partir del año 2001 la brecha entre ambas tasas ha sido menor, pero siempre manteniéndolas atractivas, a excepción de los años 2006 y 2007 en donde la *prime rate* fue mayor. “A raíz de los problemas en el mercado de créditos hipotecarios en Estados Unidos, la disminución en el apetito por riesgo a nivel global dio lugar a que durante la segunda mitad del año las tasas de interés de mediano y largo plazo se incrementaran” (Banco de México. Informe anual 2007: 80).



Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas e INEGI. Varios años.

La importancia que tiene la tasa de interés en el sector productivo estriba en que una disminución de la tasa de interés interna abarata el financiamiento y la inversión, por lo cual el mercado interno se fortalece debido a que se incentiva el proceso productivo y se incrementa la producción, las ganancias y el empleo. Sin embargo, hay restricción crediticia por temor a presionar los precios y con ello no cumplir con los objetivos de inflación y desestabilizar el tipo de cambio (Huerta, 2009).

El banco central al no controlar la oferta monetaria, ya que es de carácter endógeno pues depende de las variaciones en la demanda de dinero y del crédito, busca influir en ella mediante la tasa de interés. Ante un aumento de la tasa de interés se encarecen los créditos y con ello se evitan presiones en los precios, ya que se busca frenar el crecimiento de la demanda de dinero para controlar la inflación. Con el alza de la tasa de interés, la inversión disminuye debido al encarecimiento de los créditos, impactando las ganancias futuras comprometiéndose el pago del crédito adquirido. También se aprecia el tipo de cambio que afecta notablemente al mercado interno, pues este se contrae, se

pierde competitividad y el gasto público cada vez es menor, pues se busca mantener altos índices de activos internacionales para amparar al tipo de cambio y no afectar la estabilidad cambiaria. Se prefiere la contracción del mercado interno y de la inversión que desestabilizar al sistema financiero, la inversión de cartera y el tipo de cambio.

Para satisfacer al mercado interno se ha recurrido a las importaciones, que se han favorecido por la apreciación del peso pues se abaratan, sin embargo las exportaciones se encarecen, disminuyendo la competitividad de la producción nacional. Otra implicación que tienen las altas tasas de interés es sobre el costo del servicio de la deuda, ya que se incrementa. Con ello se disminuye la inversión y el consumo de los agentes económicos pues preferirán primero pagar sus deudas. Por otra parte, la inversión de cartera se favorece tanto del alza de la tasa de interés como de la apreciación del tipo de cambio.

De acuerdo con el Dr. Huerta (2009) al postergarse el ajuste del tipo de cambio, persiste la baja competitividad y los efectos de descapitalización de la producción nacional e incremento del déficit de comercio exterior manufacturero, que obliga a seguir promoviendo la entrada de capitales y a mantener la política económica a favor de éstos, a cambio de desatender los reclamos de crecimiento económico y empleo.

La apreciación del tipo de cambio genera que el dólar sea más barato y por ello los inversionistas no retiraran su dinero del mercado de capitales, aunado a una alta tasa de interés se busca evitar la fuga masiva de capitales. Cabe destacar que una tasa de interés alta no garantiza evitar una salida masiva de capitales como en el caso de 1995 y 1996 que los rendimientos ofrecidos no fueron atractivos para mantener las inversiones en el país aunque las tasas de interés de los CETES fueron de 48.44% y 31.39% respectivamente.

Las autoridades no han ajustado el tipo de cambio respecto al diferencial de precios internos *versus* externos porque esto impactaría las importaciones, incrementándose su costo lo que dificultaría el cumplimiento de la meta de inflación, además el costo de la deuda externa sería más oneroso.

Con el paso de los años se ha hecho evidente la contracción del crédito interno y por otro lado el incremento de las reservas internacionales a fin de amparar la convertibilidad cambiaria, esto ha generado que cada vez se dediquen menos recursos a la inversión productiva, frenando la producción y las exportaciones. Por un lado se destinan menos recursos a la esfera productiva y por el otro se acumulan activos internacionales, que representan recursos ociosos que bien podrían utilizarse para incentivar las necesidades de financiamiento. La política monetaria restrictiva seguida la última década ha limitado el margen de acción de las empresas exportadoras ya que la apreciación cambiaria hace que sus productos sean menos competitivos frente a los productos extranjeros. Además el Banco de México al restringir la liquidez mediante las operaciones de mercado abierto para controlar la tasa de interés y así influir en las decisiones de los agentes económicos, busca que no existan distorsiones e inestabilidad en el mercado financiero que a su vez se traduzcan en inflación. Sin embargo, “debe haber la liquidez necesaria que asegure los flujos de ingreso que permitan la valorización de la ganancia y que cubran las obligaciones financieras y los dividendos que la empresa tiene que realizar a fin de evitar problemas de insolvencia” (Huerta, 2009: 56).

Los desequilibrios financieros de la economía norteamericana desde el año 2000 han afectado gravemente la actividad económica internacional, debido a que es el dólar estadounidense la moneda de reserva del mundo. “la política de inundar los mercados financieros y, particularmente, después de turbulencias financieras y romperse la burbuja NASDAQ en 2000-2001, se ha llevado a cabo dos mecanismos relacionados: la impresión de dinero y el mantenimiento de tasas de interés” (Marshall, 2008: 12).

Hubo un incremento de inversiones inmobiliarias en Estados Unidos ya que los accesos a créditos hipotecarios fueron creciendo, ya que se buscaba estimular el ahorro familiar para que éstos tuvieran inversiones estables. Sin embargo, “ de los casi dos billones de dólares otorgados entre 2005 y 2006, se estima que entre 25 y 33 por ciento fueron otorgados a clientes denominados *subprime*, personas que en tiempos normales no hubieran recibido créditos” (Marshall, 2008: 12 y 13).

El poco cuidado al otorgar créditos ocasionó que se concedieran muchos créditos hipotecarios a personas que no contaban con el poder adquisitivo para poderlos pagar.

“Entre 1987 y 2007, la bursatilización de deuda creció de 3756 mil millones de dólares a más de 3 billones de dólares... las hipotecas vigentes de EU se incrementaron de 1.82 billones a 10.4 billones de dólares” (Marshall, 2008: 13).

El problema con las hipotecas *subprime* radica en el hecho que al comprarlas actúan como un activo financiero que puede burzatilizar su valor, sin embargo, al ser una casa el objeto de especulación, no se puede intercambiar fácilmente haciéndose difícil su compra-venta. Si bien, no se debe totalmente la crisis al otorgamiento de dichos créditos hipotecarios, pues las hipotecas *subprime* son una proporción pequeña del total de las hipotecas y del total de los activos financieros si fue el factor que la detonó.

La economía estadounidense venía presentando muchas deficiencias en su actividad económica, por lo que fueron muchos factores los que se acumularon e hicieron que la crisis estallara. De acuerdo con Marshall (2008) las principales causas que originaron la fragilidad de la economía estadounidense fueron la creciente especulación y la expansión monetaria.

De acuerdo con Huerta la expansión crediticia se gestó a partir de la creación de nuevos instrumentos financieros que generaban altas ganancias en el corto plazo y se incrementaron los créditos para atraer más inversionistas. Muchos inversionistas acudieron a los mercados para adquirir instrumentos financieros que les permitieran invertir sus ganancias, mientras que otros acudían para contrarrestar sus pérdidas. Tanto los precios de los activos y los títulos de los mercados no estaban respaldados con ingresos provenientes de sectores productivos sino que se respaldaron con hipotecas residenciales. El rápido crecimiento de la burbuja especulativa dentro de los mercados financieros fue más dinámico que el del sector productivo, debido a ello los títulos se valoraban con base en ingresos futuros con relación al comportamiento de los precios de las casa y de los *commodities*.

"Se generaban ganancias ficticias sin tener sustento en la generación de riqueza, por lo que ante cualquier cambio de expectativas o de movimiento adverso de los precios de estos activos, dejaría de operar la demanda por tales títulos, y se derrumbarían tales mercados" (Huerta, 2009; 231).

La poca seriedad de directivos bancarios y evaluadoras financieras contribuyeron a otorgar créditos a agentes económicos con poca capacidad de pago y a calificar títulos financieros con nulo riesgo a títulos que no lo eran.

Al otorgarse créditos hipotecarios a personas con baja capacidad de pago se generaron problemas de insolvencia, pues los deudores dejaron de pagar y el precio de las casas comenzó a caer. La tasa de interés se incrementó llevando a que el número de personas insolventes aumentara, ocasionando que hubiera embargos masivos y devoluciones de residencias. De ahí que el valor de los activos financieros que estaban respaldados por hipotecas residenciales se deprimiera. Gran parte de dichos activos estaban en manos de instituciones bancarias y financieras de países desarrollados que en poco tiempo pasaron de tener títulos con rendimientos altos en el corto plazo a mantener títulos que se desvalorizaban rápidamente. Es por ello que la crisis se contagió rápidamente pues la caída de los precios de las residencias afectó tanto a instituciones financieras como a las bancarias y a las bolsas de valores del mundo debido al libre movimiento de capitales.

"... El financiamiento se canalizó mayoritariamente al consumo y la vivienda, limitando los recursos al sector empresarial; consecuentemente, una segunda aseveración es que la innovación financiera no está ligada a la producción sino a la realización de las ganancias y a la riqueza financiera de los agentes" (Levy, 2010: 94).

La desvalorización de los activos financieros ha ocasionado que varios agentes económicos fueran incapaces de pagar sus deudas y acrecentando sus pérdidas por lo que hubo varias ventas y quiebras de bancos a nivel mundial, hubo fusiones bancarias, prestamos de gobiernos a bancos para poder rescatarlos de la quiebra y garantizar que los clientes no se quedaran sin sus ahorros y así evitar el pánico.

"Cabe recordar que los flujos de ingresos de las empresas productivas y de los individuos son los que terminan valorando los activos financieros, tanto por su demanda por éstos activos, como por el cumplimiento de las obligaciones financieras contraídas. De ahí que el valor de los activos financieros no podía despegarse permanentemente de los ingresos que emanan del sector productivo" (Huerta 2009; 234).

Ante la adversidad económica las empresas y familias comenzaron a atesorar el dinero para hacer frente a la crisis económica, los bancos dejaron de otorgar créditos para no ser insolventes, dicha preferencia por liquidez freno la actividad económica. Se dejó de invertir y de consumir, muchas empresas tuvieron caídas en sus ventas, hubo despidos masivos, ocasionando que las personas al perder su empleo se declararon incapaces de pagar sus deudas.

El gobierno de Estados Unidos procedió a bajar su tasa de interés para que los inversionistas, las empresas y las familias pudieran pagar sus deudas y así poder reactivar la economía. Como se observa en la gráfica 11 la tasa de interés externa se colocó en 8.1 y 5.1 durante 2007 y 2008 para bajar el costo de la deuda, sin embargo en el caso de México se colocó en 7.19 y 7.68 respectivamente, con el fin de evitar la salida de capitales y que a su vez presionara al tipo de cambio. Si bien, la tasa de interés en Estados Unidos no fue suficiente para lograr que las empresas y las familias pagaran sus deudas ya que las pérdidas por la drástica caída de los precios de los activos financieros fueron enormes y se hicieron muy altos los montos de sus deudas.

Tanto la inversión como el consumo cayeron drásticamente, ya que inversionistas, familias e instituciones bancarias preferían hacer frente a sus deudas, de ahí que la economía mundial cayera en una severa recesión.

Los gobiernos de los países más afectados decidieron inyectar liquidez a los mercados financieros para que los bancos dieran créditos a los agentes económicos y así poder incentivar el consumo y la inversión, sin embargo esto no sucedió. La preferencia por la liquidez contrajo el crédito bancario ya que las expectativas no eran favorables.

El contagio a nivel internacional no se hizo esperar debido a la interconexión de los mercados financieros pues los países en vías de desarrollo son altamente dependientes de los desarrollados.

En el caso de la economía mexicana, al estar cimentada su actividad económica en los años de 2003 al 2007 en el flujo de las remesas, la inversión extranjera, el aumento de los precios del petróleo, el crecimiento de las exportaciones (que en su gran mayoría iban dirigidas a Estados Unidos) la crisis mundial la afectó profundamente, ya que las políticas macroeconómicas han llevado al gobierno mexicano a adoptar la disciplina fiscal, la estabilidad del tipo de cambio y a depender del flujo de capitales externos por lo que al frenarse la actividad económica mundial y más específicamente la Estadounidense, nuestro país se encontró con severos problemas económicos.

"Ante la crisis mundial, la economía tiene menos viabilidad de contar con flujos suficientes de recursos del exterior para viabilizar el modelo económico imperante, ya que éste no genera condiciones endógenas que lo mantengan" (Huerta, 2009; 255).

El problema con la economía mexicana fue que al incentivar las importaciones con la apreciación del peso, la disciplina fiscal y la contracción del crédito a la esfera productiva, el mercado interno se contrajo, además el *boom* bursátil de 2003 a 2007 generó que tanto las grandes empresas como la banca invirtieran su capital en la Bolsa de valores, por lo que al estallar la crisis mundial vieron la desvalorización de su capital. Aunado a ello el crédito al consumo había incrementado en los últimos años generando que los individuos se endeudaran comprando bienes de importación y dejándose a un lado al crédito manufacturero que es el que genera empleos y dinamiza la economía. Los bancos habían otorgado muchas tarjetas de crédito debido al clima de confianza que existía por el boom bursátil, sin embargo, en 2007 con la debacle estadounidense comenzaron los problemas de cartera vencida.

"La caída de actividad económica en México se ha reflejado en una pérdida de empleos, solamente entre noviembre y diciembre de 2008 se perdieron 400 mil empleos, entre trabajos permanentes y eventuales, lo que ya se considera el peor

desplome de empleo formal en zonas urbanas en los últimos 14 años” (Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. 2009: 12).

Al ser Estados Unidos el principal socio comercial de México, es lógico que los desequilibrios financieros de los últimos años afecten la actividad económica.

Dentro de las medidas que adoptó el gobierno de los Estados Unidos para afrontar la crisis financiera, estuvo la disminución de las tasas de interés y la devaluación del dólar, lo que inmediatamente provocó una reacción dentro de los mercados internacionales, ya que se alarmaron con dichas medidas. México al tener un gran monto de reservas internacionales en dólares, tuvo una pérdida en el monto de sus ahorros.

Los canales de trasmisión de la crisis a nuestro país han sido el comercio exterior, los precios de algunos bienes y la volatilidad del tipo de cambio, así como la caída en las remesas, el turismo y la inversión extranjera directa.

“La reducción de ingresos petroleros como resultado de la contracción en la actividad económica, generaron incertidumbre sobre los márgenes de maniobra de las finanzas públicas...en el contexto de menores ingresos de divisas y condiciones de astringencia prevalecientes en los mercados financieros internacionales, a principios de 2009 surgió la percepción entre los inversionistas de que México podría tener problemas para financiar el moderado incremento proyectado para 2009 en el déficit de cuenta corriente” (Banco de México. Informe anual. 2009; 69).

Para mejorar la confianza en el mercado cambiario La Comisión de Cambios decidió publicar proyecciones sobre el comportamiento esperado de la balanza de pagos, mostrando que no habría problemas para financiar el déficit en cuenta corriente. Se abasteció de liquidez al mercado cambiario mediante el mecanismo de subastas diarias con precio mínimo por un monto de 400 millones de dólares y se realizaron ventas directas de dólares al mercado cambiario por 1,835 millones de dólares.

El Fondo Monetario Internacional aprobó una línea de crédito flexible (LFC) para México por un monto de 31,528 millones de Derechos Especiales de Giro²¹, con el fin de dar certidumbre a la economía mexicana. (Banco de México. Informe anual. 2010: 58). Debido a ello la deuda interna y externa se incrementaron más durante 2009 representando 23 y 9 por ciento como proporción del PIB (ver anexo estadístico).

Durante el 2009 y 2010 se notó una ligera recuperación en algunos indicadores macroeconómicos como la inflación que descendió de 5% a 4%. La tasa de interés interna disminuyó desde 2009, sin embargo, ha estado siempre por encima de la prima rate. Debido a lo anterior, la Inversión extranjera de cartera se incrementó en un 27.9% en el 2010. En noviembre de 2010 se colocaron títulos denominados CETES directo, con el fin de aumentar la penetración de los servicios financieros y desarrollar el sistema financiero mexicano.

“Desde enero de 2008, la tasa de interés interbancaria a un día (tasa de referencia) es el instrumento a través de la cual el Banco de México ejerce y comunica la postura de política monetaria. Los ajustes en dicha postura se efectúan cuando las expectativas de inflación para el mediano plazo se aleja de niveles congruentes con el objetivo permanente de 3%” (Banco de México. Informe anual. 2011). A lo largo del 2011 se decidió mantener el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en 4.5%.

“Por el lado del mercado interno, el gobierno federal continuó instrumentando un programa de colocaciones flexibles acorde con la demanda de instrumentos de deuda por parte de los participantes en el mercado, lo cual permitió regresar gradualmente a la estructura de colocación de valores prevaleciente antes de la crisis financiera internacional” (Banco de México. Informe anual. 2010: 67).

Durante 2011 los problemas financieros en Europa se intensificaron, ocasionando que se incrementara la incertidumbre en los mercados financieros

²¹ “El Derecho Especial de Giro es un activo de reserva internacional creado en 1969 por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros. Su valor está basado en una canasta de cuatro monedas internacionales (el dólar de estados Unidos, el euro, la libra esterlina y el yen japonés)” (Banco de México. Informe Anual. 2009; 71).

internacionales, lo que a su vez contribuyó a la desaceleración de la producción industrial de Estados Unidos. De ahí que en México disminuyera el crecimiento en las ventas de bienes manufacturados, así como la exportación de productos de la industria automotriz.

“La composición de las exportaciones por tipo de sectores es la siguiente: las manufacturas representan: 79.1% del valor total de las exportaciones, el petróleo 17.3%, agropecuarias 2.9% y el sector extractivo 0.7% Por tanto, ante una reducción de la demanda externa, el impacto inmediato será sobre estos sectores” (Ramírez, 2009: 68).

La dependencia de México hacia Estados Unidos ha generado grandes flujos de importaciones debido a que el mercado interno es insuficiente para sostener la demanda interna.

Conclusiones

La necesidad de la autoridad monetaria por disminuir la inflación, con la implantación del régimen de metas de inflación las ha llevado a centrarse sólo en la tasa de interés, el tipo de cambio y la liquidez, pero no han reparado en el problema estructural que México ha estado enfrentando. El aparato productivo estatal ha sido desmantelado desde la liberalización financiera, se ha dejado de incentivar la producción nacional con créditos, por ello hay rezagos que disminuyen la productividad generando baja competitividad a nivel internacional. Si no se resuelve el problema estructural poco se podrá hacer por el aparato productivo que como hemos observado tiene muchas limitantes. Es por ello que es necesario definir que el problema de inflación en México no es monetario sino estructural, por eso la política monetaria restrictiva no ha generado crecimiento económico.

La apreciación del peso mexicano ha fomentado que se incrementen las importaciones debido a que son más baratas y la producción del mercado interno es insuficiente para satisfacer la demanda interna. Al estar las exportaciones dirigidas casi en su totalidad a la economía estadounidense, éstas se vieron impactadas fuertemente ante la crisis financiera de 2008 ya que Estados Unidos ha sido uno de los más afectados. De ahí la necesidad de diversificar el destino de las exportaciones, ya que al estar dirigidas en su gran mayoría a un socio comercial las hace más dependientes de la actividad económica de un país.

El tipo de cambio debería estar sujeto al diferencial de precios externos versus internos debido a que la inyección de recursos para mantener la sobrevaluación cambiaria limita el margen de acción de la política monetaria y restringe el uso de los recursos a la paridad del poder de compra, que si bien es el principal objetivo del banco central, no debería ser el único y más importante. Con esos recursos se podría incrementar el gasto público para incentivar la producción y abastecer el mercado interno. Esto no se ha llevado a cabo porque las autoridades monetarias han preferido mantener la inflación baja y no quieren que el costo de la deuda externa se incremente. Sin embargo, bajo este régimen de

metas de inflación la deuda interna se ha acrecentado notablemente, el abaratamiento de las importaciones ha generado que el mercado interno se comprima, que las empresas mexicanas sean menos competitivas y la productividad nacional se deprima.

La restricción de liquidez lleva a los bancos comerciales a buscar otro tipo de actividades que le permitan obtener ganancias inmediatas y rentables mediante diversos instrumentos. Éstos han dejado de funcionar como intermediarios entre los ahorradores e inversionistas para llevar a cabo inversiones productivas, pues estas ganancias son a largo plazo, con baja rentabilidad y con alto riesgo. El papel del banco central debería girar en torno al crecimiento económico con una moneda estable y atendiendo las necesidades del mercado interno; tendría que estimular a los bancos comerciales a otorgar créditos que ayuden a incentivar la inversión productiva; vigilar el comportamiento de los bancos comerciales y asegurar la estabilidad del sistema bancario.

Es importante diseñar una estrategia que aliente la inversión tanto a pequeñas como medianas empresas ya que son las que se han visto más afectadas con la restricción crediticia. Disminuyendo la tasa de interés, dejando que el tipo de cambio se ajuste y utilizando los recursos ociosos para incrementar el gasto público es como se puede comenzar a apoyar a la producción nacional.

El mantener bajos niveles de inflación y una moneda apreciada sólo ha originado que las instituciones internacionales estén medianamente satisfechas con las medidas adoptadas con las autoridades financieras mexicanas, conciben a México como un país que cumple con sus sugerencias. Pero la realidad es otra pues a nivel nacional el desempleo aumenta, las empresas mexicanas se han visto impactadas con el aumento de las importaciones, la competitividad no se ha incrementado, las tasas de interés altas benefician sólo al capital financiero y encarecen los créditos para las empresas.

La dependencia que tiene la economía mexicana tiene por los flujos de capital la coloca en una situación muy frágil, ya que a partir de 1995 se han llevado a cabo diversas medidas para evitar la fuga de divisas, ya que de ellas depende la estabilidad de la moneda y la credibilidad tanto de los inversionistas,

de los gobiernos de otros países y de instituciones internacionales. Sin embargo dichas políticas se han enfocado al sector financiero y no al productivo. La inversión de cartera ha sido la que más se ha incrementado y las ganancias se han ido al sector especulativo, mientras que la inversión extranjera directa ha disminuido y no ha impactado al mercado interno.

Es de suma importancia dejar de depender de ello y mejor invertir en proyectos productivos. Si no existe una regulación y control de capitales seguirán existiendo presiones sobre la política monetaria y financiera para favorecer al capital financiero y no al capital productivo.

La deuda interna y las reservas internacionales son las que se han incrementado en los últimos 7 años favoreciendo la apreciación cambiaria, sin embargo esto representa un alto costo para el país pues una parte de esos recursos hubieran podido contribuir al crecimiento económico mediante el otorgamiento de créditos a empresas, destinar recursos a productores agrícolas y a programas de bienestar social.

Si bien nada protege a los países de una crisis mundial si se puede trabajar en mantener un mercado interno fuerte que permita desarrollar su economía y enfrentar mejor los choques externos, cosa que pocos países han logrado. Por ello se debe corregir el tipo de cambio, impulsar al mercado interno mediante incentivos a la producción, disminuir la tasa de interés, aumentar el gasto público para poder en el largo plazo ayudar al fortalecimiento de la economía mexicana. Si bien ello no es fácil, se debe dejar de depender de flujos de capitales, la exportaciones petroleras y remesas, pues no siempre serán las que puedan mantener la economía, que como hemos visto después del estallido de la crisis nos han demostrado que el país está en una posición vulnerable ante cualquier suceso.

La crisis financiera pone de manifiesto que se deben modificar las políticas económicas ya que el libre movimiento de capitales desestabiliza a los mercados internacionales y los hace sensibles ante cualquier movimiento de capitales debido a la interconexión de mercados, a algunos de los países subdesarrollados los hace dependientes de la entrada de flujos de capital para sostener apreciada su

moneda, a otros para incentivar la inversión productiva y para mantener la credibilidad de las principales instituciones financieras.

Se ha observado que una política monetaria restrictiva y la disciplina fiscal no han llevado al país al crecimiento económico, sino que han originado que las importaciones crezcan, la moneda esté sobrevaluada, dependa la economía de flujos de capitales externos y el desempleo ha aumentado. Es válido preguntarse qué pasó si se han seguido las recomendaciones de las autoridades monetarias internacionales, sin embargo no hay un impacto favorable en nuestro país.

El problema es que no se pueden tomar al pie de la letra cada una de las recomendaciones ya que se tienen que tomar en cuenta las características endémicas de cada país, que en el caso de México se puede decir que mientras no haya un mercado interno fuerte no se puede mantener disciplina fiscal, sin una moneda ajustada entorno al diferencial de precios internos versus externos no se puede tener un libre flujo de mercancías y capitales, por lo que el déficit externo seguirá. No se pueden mantener altas tasas de interés sin deprimir el otorgamiento de préstamos al sector productivo. Al poseer un mercado financiero poco profundo es difícil que las operaciones de mercado abierto sean eficaces para influir en las tasas de interés.

Tanto las operaciones de mercado abierto como la esterilización de reservas internacionales sólo han ocasionado que en el corto plazo se pueda mantener altas tasas de interés y el tipo de cambio sobrevaluado respectivamente, sin embargo en el largo plazo estos mecanismos no han contribuido con el crecimiento económico y mucho menos con el desarrollo productivo

La política monetaria restrictiva implantada a partir de 1994 mediante el régimen de saldos acumulados o “corto” monetario como instrumento de la política monetaria, no ha contribuido al crecimiento económico ya que se ha contraído el crédito interno neto y las reservas internacionales se han incrementado. Las señales que manda el banco de México sobre su postura en el mercado financiero no siempre es interpretada por los agentes económicos de forma adecuada, por lo que es difícil que la tasa de interés y el tipo de cambio se vayan por la senda deseada y le permita influir sobre los niveles de inflación deseados. Sin embargo

a los largo de estos 17 años el impacto de los saldos acumulados no ha sido el que se esperaba, pues sólo ha generado que la restricción crediticia impacte de manera negativa a la inversión ya que es muy difícil acceder a un crédito pues los bancos destinan cada vez menos recursos y las tasas de interés son más altas, lo cual dificulta el reembolso de la deuda. Con el aumento de las reservas internacionales para amparar la convertibilidad de la moneda y mantener la sobrevaluación cambiaria se mantienen recursos ociosos que representan un alto costo para el país. Aunado a ello, las operaciones de mercado abierto han contribuido para que el monto de la deuda interna se incremente. Todo ello se ha sacrificado para que la inflación se mantenga en niveles bajos, se mande la señal adecuada a los mercados internacionales sobre la disciplina monetaria y fiscal para lograr la credibilidad internacional, mantener y atraer más inversión, sin embargo con el libre flujo de capitales se corre el peligro de una corrida financiera que vulnere el sistema financiero mexicano, ya que este es totalmente dependiente de dichos flujos. Y como se ha observado nada garantiza que el capital financiero permanezca en un país pese a las altas tasas de interés que se mantengan. Al tener la moneda sobrevaluada, altas tasas de interés, bajo crecimiento económico, libre flujo de capitales, altos montos de reservas internacionales y contracción del crédito interno la economía se encuentra frágil ante cualquier choque externo y vulnerable a una crisis financiera como la de 1994-1995.

BIBLIOGRAFÍA

- Aportela Rodríguez Fernando, Ardavin Ituarte José Antonio y Cruz Aguayo Yyannú (2001), "Comportamiento histórico de las tasas de interés reales en México 1951-2001" Documento de investigación, No. 2001-05. Banco de México.
- Argandoña Rámiz Antonio (1972) "La teoría monetaria moderna" Ediciones Ariel, Barcelona, España.
- Aspe Armella, Pedro. (1993) El camino mexicano de la transformación económica. Fondo de Cultura Económica. México. D.F.
- Ball, C.P. y J. Reyes (2004), "Inflation Targeting or Fear of Floating in Disguise The Case of Mexico", *International Journal of Finance and Economic*, vol.9, núm. 1, enero.
- Banco de México (1995) "La conducción de la política monetaria a través del régimen de saldos acumulados", México.
- (2003) "La conducción de la política monetaria a través del régimen de saldos diarios" México.
- Bazdresch, Santiago y Werner, Alejandro (2002) "El comportamiento del tipo de cambio en México y el régimen de libre flotación: 1996-2001" Documento de investigación No. 2002-09. Banco de México.
- Bernanke, Ben. S. and Blinder, Alan, (1988), "Credit, money and aggregate demand", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Mayo (78), pp. 435-439.
- Bernanke Ben y Getler Mark (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, num. 4.
- Blaug, Mark, (1985) "Teoría económica en retrospectiva" FCE. DF. México.
- Bresser-Pereira, Luis Carlos (2009) "La tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio" *Economía UNAM*. Vol. 6, núm. 18.
- Cambiaso, J. (1993), "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capitales", *Monetaria*, Vol. XVI, núm. 5, enero-marzo.
- Cárdenas, Enrique. (1996) La política económica en México, 1950-1994. El Colegio de México. México. D.F.

Carstens, Agustín G y Alejandro M. Werner, (1999), Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime, Banco de México, Dirección General de Investigación Económica, mayo, documento de investigación 9905.

Castellanos, S. (2000), "El efecto del corto sobre la estructura de tasas de interés", Banco de México, Serie Documentos de Investigación, núm. 2000-1, junio.

CEMLA, (2003) "Sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores en México. Iniciativa de compensación y liquidación de pagos y valores del Hemisferio occidental. Banco Mundial. México. D.F.

Clavellina Miller, José Luis (2011) Relajamiento cuantitativo de la Reserva Federal estadounidense y su impacto en economías emergentes. Economía Informa, núm. 366 enero-febrero.

Clavellina Miller, José Luis (2010) Sobre el renovado proceso de acumulación de reservas internacionales a nivel mundial. Economía Informa núm. 364, julio-septiembre. UNAM.

Cruz Díaz, Felipe. (2006) "La política monetaria y el tipo de cambio: el mecanismo de estabilidad monetaria en México (1988-2005)". Tesis de Maestría, Acatlán. Estado de México.

Chapoy Bonifaz, Alma, (2004) "El sistema financiero internacional" en Correa, Eugenia y Girón, Alicia (coords.) *Economía financiera contemporánea*, Tomo I, pag. 49 – 110, Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración, Universidad Autónoma Metropolitana, Senado de la República, LIX Legislatura.

Díaz de León, A. y L. Greenham (2001), "Política monetaria y tasas de interés: Experiencia reciente para el caso de México", CIDE, Economía Mexicana, nueva época, vol. X, núm. 2, pp. 213-258.

Díaz León Alejandro y Greenham Laura (2000) "La política monetaria y las tasas de interés: experiencia reciente para el caso de México" Gaceta de economía, ITAM, año 7, número especial, p.p. 315-340. México.

Dillard, Dudley D. (1957) La teoría económica de John Maynard Keynes: teoría de una economía monetaria. Aguilar. Madrid.

Dobb, Maurice. (1978). Teorías del valor y de la distribución desde Adam Smith: Ideología y teoría económica.

Eichner, Alfred (1994), "Dinero y crédito", Investigación Económica, Número 210, Facultad de Economía /UNAM, México.

Fisher, Irving (1911), The purchasing power of Money. The Macmillan Company. New York.

Fisher, Irving "The purchasing power of money" Macmillan. New York. 1992

Friedman, B. and Kuttner, K. (1992), "Money, income, prices and interest rates", American Economic Review, junio 82 (3), pp. 953-968.

Friedman, Milton, (1956) "The quantity theory of money. A restatement" en Studies in the Quantity Theory of Money, University Press. Chicago.

Friedman Milton, (1969), The optimal quantity of money and other essays, Aldine, Chicago.

Friedman, Milton. (1982a). Teoría de los precios. Alianza. Madrid.

Friedman, Milton. (1982b) Policy: theory and practice. Journal of money, credit and banking. Vol. 14, No. 1 february, pp. 98-118.

Friedman, Milton. (1969). The optimal quantity of Money and other essays. Aldine. Chicago.

Friedman, Milton (1956). "The quantity theory of money. A restatement" en Studies in the quantity theory of money. University of Chicago Press. Chicago.

Froyen, Richard T. (1995). Macroeconomía: teorías y políticas. McGraw-Hill. México.

Galindo, Luis Miguel (2000) "La reorganización del sistema financiero internacional. La perspectiva mexicana" en Nueva Sociedad 168, julio-agosto, p.p. 138-147.

Galindo, Luis Miguel (2006) "Banco de México: política monetaria de metas de inflación" Economía UNAM. Vol. 3, núm. 9.

Gavira Ríos Mario Alberto, (2007) "Apuntes de teoría y política monetaria", Editado por Eume.net, Pereira, Colombia.

Guzmán Plata, María de la Paz (2006) "Un modelo de predicción del tipo de cambio spot para la economía mexicana" *Análisis económico*, núm. 47, vol, XXI. Segundo cuatrimestre.

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

Harris, Lawrence (1985) "Teoría monetaria", Ediciones Ariel. México.

Harrod, R. (1972), *El dinero*, Ariel, Barcelona, España.

Hicks, J. R. (1970), *Ensayos críticos sobre la teoría monetaria*. Ariel, Barcelona, España.

Huerta Heliana Monserrat, Chávez Presa María Flor, (2003) "Tres modelos de política económica en México durante los últimos sesenta años" *Análisis Económico*, vol. XVIII, núm. 37, primer semestre.

Huerta González Arturo, (2009) "Hacia el colapso de la economía mexicana. Diagnóstico, pronóstico y alternativas", UNAM, Facultad de Economía. México.

Ibarra David (2006) "El péndulo monetario en México" *Revista de la CEPAL* 86. Abril.

Kaldor, N. (1973), "The New Monetarism" en A. A. Walter (ed), *Money and Banking*. Penguin Education, Harmondsworth.

Keynes, John Maynard (2003) *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica. México.

Kregel, Jean (1999). "Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods. Comercio exterior. México.

Krugman, Paul (1984), "International Debt Strategies in an Uncertain World", Cambridge, Mass., Massachusetts Institute Technology.

Krugman, Paul R. y Obstfeld, Maurice. (1995) *Economía Internacional: teoría y política*. McGraw-Hill. Madrid. España.

Kurczyn, Sergio (1997) "Postkeynesianismo, teoría del circuito y marxismo: comentarios sobre algunos aspectos económicos", *Economía, teoría y práctica*, número 1. Universidad Autónoma Metropolitana, México.

Kurczyn, Sergio (1997), "Probabilidad, incertidumbre y especulación en Keynes:

Evaluación y actualidad”, *Economía. Teoría y Práctica*, número 8, Universidad Autónoma Metropolitana, México.

Keynes, John Maynard (2003) *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica. México.

Laidler, D. (1977), “The influence of Money on economic activity: A survey of some current problems”, en G. Clayton ; J. C. Gilbert y R. Sedgwick (eds), *Monetary Theory and Policy in the 1970s*, London, Oxford University Press.

Larraín Felipe y Sachs Jeffrey (2002), *Macroeconomía en la economía global*, Argentina. Pearson, p.p. 1-756, 2° edición.

Lavoie, Marc (1996) “Monetary policy in an economy with endogenous money”. En G. Deleplace y Nell (Eds.) *Money in motion: the postkeynesian and circulation approaches*. Ed. St. Martin Press. New York.

Leijonhufvud, A. (1968a), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press, New York.

_____ (1968b), “Keynes and the Effectiveness of Monetary Policy”, *Western Economic Journal*, marzo.

Le Heron E. y E. Carre (2005), “Credibilidad, confianza e inflación”, en G. Mántey y N. Levy (coords.), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, Cámara de Diputados-UNAM-M. A. Porrúa.

Leijonhufvud, Axel. (1976). *Análisis de Keynes y de la economía keynesiana. Un estudio de teoría monetaria*. Vicens-vives. Barcelona.

León, L. Ma. Josefina (2002), “Análisis crítico del planteamiento del problema de la neutralidad: Wicksell, Hayek y Patinkin”, en *Análisis Económico*, número 36, Universidad Autónoma Metropolitana – Azcapotzalco, México.

León León, Josefina y De la Rosa Mendoza, Juan Ramiro (2005) “Política monetaria, cortos y estabilidad macroeconómica” *Análisis Económico*, núm. 43, vol. XX, Primer cuatrimestre.

León, Josefina (2007) “La estabilidad macroeconómica en México y el papel del mecanismo de transmisión de la política monetaria”, *Análisis Económico*, Núm 51, vol. XXII, Tercer trimestre.

León Josefina (2008) “La mano invisible del mercado y la evolución de las políticas monetaria y cambiaria: México 1995-2005” Análisis Económico núm. 53. Vol. XXIII, Segundo cuatrimestre.

Levy Orlik, Noemí (2010) “ El enigma d la mayor liquidez y mayor restricción de financiamiento” Economía Unam. Vol.7, núm.19.

Levy Orlik, Noemí (2005) “La efectividad de las operaciones de mercado abierto en países emergentes. México en los noventa” Economía, UNAM, vol.2, núm. 6.

López, González Teresa S, (2006), “Comportamiento de la demanda de dinero, política monetaria y mecanismos de transmisión: El caso de México. IPN. México

López González, Teresa y Manrique Irma coord. (2005). Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del estado y de la desregulación económica en América Latina. Miguel Ángel Porrúa. México, D.F.

López Gonzalez, Teresa. (2001) Fragilidad Financiera y crecimiento económico en México. Escuela Nacional de Estudios Profesionales, Acatlán: Plaza y Valdés. México, D.F.

López González, Teresa (2009) “Bursatilización de los pasivos bancarios, contracción del crédito y desintermediación bancaria en México” en *Asimetrías e incertidumbre: los desafíos de una estrategia económica alternativa para América Latina*, Girón Alicia y Correa Eugenia (coords.), Universidad Nacional Autónoma de México, IIEc, Plaza y Valdés.

Mántey de Anguiano G. (1997), “Lecciones de economía monetaria”, Facultad de Economía. UNAM. México.

Mantey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik Noemí, (2000) “De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático” UNAM. Escuela Nacional de Estudios Profesionales Acatlán. México.

Mántey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí. (2003) “Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados”, Escuela Nacional de Estudios Profesionales, Acatlán, UNAM, Ed. Miguel Angel Porrúa. México.

Mántey de Anguiano Guadalupe y Levy Orlik Noemí. (2005) “Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos”,

Facultad de Estudios Superiores-Acatlán, UNAM., Ed. Miguel Ángel Porrúa, H. Cámara de Diputados, LIX Legislatura. México.

Mántey de Anguiano, Guadalupe (2006) "Inflation Targeting and Exchange Rate risk en Emerging Economies subject to structural inflation" en S Motames-Samadian E.d., Economic and financial developments in Latin America. Palgrave Macmillan, Londres.

Mántey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí. (2007). Políticas macroeconómicas para países en desarrollo. UNAM. Facultad de Estudios Superiores. Acatlán. Miguel Ángel Porrúa. México.

Mántey de Anguiano, Guadalupe (2009) "Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México" Investigación Económica, vol. LXVIII, 2009, p.p. 47-78, Facultad de Economía, México.

Mántey de Anguiano, Guadalupe y López González Teresa (2010/a) "Política monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio. La experiencia mexicana con metas de inflación", Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Estudios Superiores- Acatlán Plaza y Valdés. México.

Mántey de Anguiano Guadalupe y Levy Orlik Noemí (2010/b) "Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México (1958-2008)" Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Estudios Superiores- Acatlán Plaza y Valdés. México.

Marshall, Alfred. (2005) Principios de economía. Síntesis. Madrid

Marshall Wesley (2009), "La crisis financiera en Estados Unidos: Historia y Perspectivas", en Revista Memoria, número 228, marzo, p.p. 10-16.

Martínez, L., O. Sánchez y A. Werner (2001), "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México", Banco de México, Documentos de Investigación, núm. 2001-2, marzo.

Martínez Lorena, Sánchez Oscar y Werner Alejandro (2001) "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México". Banco de México, Documento de trabajo, núm. 2001-02, marzo, p.p. 1-49.

Martínez Trigueros, Lorenza (1995) "El efecto de la política monetaria sobre el comportamiento de los bancos comerciales: el mercado "lechero" en México". Documento de investigación. No. 9506. Banco de México.

Mateos Hanel, Calixto y Schwartz Rosenthal Moisés J. (1997) "Metas de inflación como instrumento de política monetaria" Documento de investigación no. 9702, Banco de México.

Mill, John Stuart (1951), Principios de economía política: Con algunas de sus aplicaciones a la filosofía social. Fondo de Cultura Económica. México.

Millán Valenzuela Henio, (1999) "Las causas de las crisis financieras en México" en Economía, sociedad y territorio, vol. 11, núm. 5, p.p. 25-66.

Mundell, R.A. (1971), "Movilidad del capital y política de estabilización con tipos de cambio fijos y flexibles" en R. Caves y H. Johnson (eds.), *Ensayos de economía internacional*, Buenos Aires, Amorrortu Editores.

Moore, Basil (1994), "Diferencias entre el dinero mercancía, el dinero de curso legal y el crediticio", en Investigación Económica, número 210, Facultad de Economía/UNAM, México.

Ortiz, Guillermo, (1980), "La estabilidad de la demanda de dinero en México", Banco de México, Documentos de Investigación, número 30, noviembre.

Ortiz Cruz, Etelberto (2010) "Modelos de desarrollo heterodoxos y ortodoxos" Economía UNAM, vol.7 núm.19.

Perrotini, Ignacio (2003) " ¿Flotar o no flotar? ¡Esa es la cuestión! " Economía Informa, Número, 315. UNAM.

Perrotini, Ignacio (2009) "El síndrome de Sísifo: estancamiento, financiarización y crisis en Estados Unidos. Economía Informa, número 357.

Perrotini, Ignacio y Capraro Santiago (2010) "Intervenciones cambiarias esterilizadas, teoría y evidencia: el caso de México" Facultad de Contaduría y Administración, Vol. 57, No, 2. UNAM.

Piégay, Pierre y Rochon, Louis-Philippe.(2005) « Teorías monetarias poskeynesianas : una aproximación de la escuela francesa » en Problemas del desarrollo económico. Revista latinoamericana de economía. Vol. 36, núm. 143, octubre-diciembre.

Piégay Pierre y Rochon Louis-Philippe (2006) Teorías monetarias poskeynesianas. Akal. Tres Cantos Madrid.

Pigou, A. C. (1941), Employment and equilibrium. Mc Millan. Londres.

Ramírez Sánchez, José de Jesús (2009) "Impacto de la crisis internacional en la economía mexicana". Economía Informa, núm. 358, mayo-junio.

Ricardo, David (1973), "Principios de economía política y tributación", FCE. México.

Ricardo, David. (1959). Principio de economía política y tributación. Fondo de Cultura Económica. México.

Rochon, Louis Philippe (1999), " Credit, Money and Production. An Alternative Postkeynesian Approach", Edgard Elgar Publishing, Inc. Cheltenham, Vt Northampton, MA:USA.

Rochon, Louis Philippe. (1999). Credit, money, and production: an alternative post-Keynesian approach. Edward Elgar Publishing. Northampton, Massachusetts.

Rodríguez Fuentes Carlos J, (2002), "La endogeneidad de la oferta monetaria: teoría y evidencia empírica para la economía española". Documento de trabajo 2002-01. Universidad de la Laguna. España.

Román Aguilar Fernando, (1996), "La demanda de dinero en México", Documento de Investigación No. 9602. Banco de México.

Salinas Callejas Edmar y Tavera Cortés María Elena, (2004) "La transición de la economía mexicana 1982-2000" en III Conferencia Internacional de la red de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado"

Sánchez, Daza A. (1994), Teorías de la tasa de interés, UAM- Azcapotzalco, México.

Smith, Adam (2001). La riqueza de las naciones. Alianza. Madrid. España.

Smith, Adam (1987)). Investigación de la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones. Oikos-Tau. Barcelona. España.

Solís, Leopoldo. (1997). Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI. Siglo XXI. México, D.F.

Solorza, Marcia Luz (2010) "Nueva arquitectura financiera global. Una exigencia impuesta por la crisis" Economía Informa, Núm. 363, marzo-junio.

Téllez León, Isela Elizabeth (2007) "La influencia de los cortos en el tipo de cambio, la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico sostenido" en Revista Tiempo Económico, UAM-Azcapotzalco, División de Ciencias Sociales y Humanidades, vol. III, No. 6.

Toporowski, J. (2005), "Limitaciones a la estabilización financiera por los bancos centrales" en G. Mántey y N. Levy (coords.), Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos, México, Cámara de Diputados-UNAM-M. A. Porrúa.

Toporowski Jan (1999) "Monetary Policy in an Era of Capital Market Inflation" Working Paper no. 279. This paper was presented at the Ninth Annual Hyman P. Minsky Conference on Financial Structure, April 21-13, at Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Torres García, Alberto (1999) "Inflación y política monetaria en México: análisis para el periodo 1983-1994", México, Gaceta de Economía, ITAM, año 6, núm. 12, p.p. 5-53.

Torres, G. A. (2003), Reglas de política monetaria como ancla nominal: Evidencia de la economía mexicana, CEMLA, México.

Turrent Díaz, Eduardo (2007), "El Banco de México en evolución: transición hacia el esquema de objetivos de inflación", vol. XXII, núm. 50, segundo cuatrimestre, p.p. 243-260. Universidad Autónoma Metropolitana Azcapotzalco.

Turrent Díaz, Eduardo (2005) "Las tres etapas de la autonomía del Banco Central en México" Análisis Económico, núm. 43, vol. XX. Primer cuatrimestre.

Villareal Calderón Cuauhtémoc y Hernández Bielma Leticia (2010) "Análisis postkeynesiano de la oferta de la moneda en México durante el periodo populista y neoliberal" en Análisis Económico, Núm. 59, vol. XXV, Segundo cuatrimestre.

Werner Alejandro y Bazdresch Santiago (1999) "La inflación moderada y la inestabilidad del proceso inflacionario" Documento de investigación. No. 9906. Banco de México.

Werner, A. y A. Milo (1998), "Acumulación de reservas internacionales a través de la venta de opciones: el caso de México", Banco de México, Documentos de Investigación, núm. 9801, abril.

Wray, Randall (1992) "Alternative approaches to money and interest rates" Journal economic issues, Vol. XXVI no. 4

Wray, L. R. (1998) "Understanding modern money: the key to full employment and price stability, Cheltenham y Northampton, Edward Elgar.

Wray, L. Randall. (2006). El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo y la estabilidad de precios. Facultad de Economía. UNAM. México, D.F.

Mark, Blaug. (1985). Teoría monetaria en retrospectiva. Fondo de cultura económica. México. D.F.

ANEXO ESTADÍSTICO

CUADRO 1 COLOCACIÓN DE VALORES GUBERNAMENTALES (MILLONES DE PESOS)				
AÑO	TOTAL	CETES	PAGAFES	TESOBONOS
1982	231.9	228	n.d.	3.9
1983	735	735	n.d.	n.d.
1984	739.1	739.1	n.d.	n.d.
1985	2334.6	2334.6	n.d.	n.d.
1986	8107.6	7472.1	94.9	n.d.
1987	27504.1	26704	91.8	n.d.
1988	43822	41242	2084.1	n.d.

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Indicadores Trimestrales de las Finanzas Públicas de México. 1980-2003. Año 2003.

CUADRO 1a INDICADORES MACROECONÓMICOS					
AÑO	TASA DE INTERÉS DE CETES	TIPO DE CAMBIO NOMINAL	INFLACIÓN	PIB	SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL
1983	32.28	120.94	81.15	-3.49	100.22
1984	-16.04	39.80	-36.48	3.41	-6.53
1985	24.88	52.86	-12.82	2.19	-36.30
1986	41.86	137.06	46.45	-3.08	-40.23
1987	9.93	125.25	52.58	1.72	75.05
1988	-27.60	65.95	-2.69	1.28	-70.30
1989	-35.29	8.33	-83.80	4.11	-84.48
1990	-22.75	14.25	30.64	5.18	-317.83
1991	-44.54	7.30	-13.95	4.21	724.98
1992	-18.96	2.54	-31.81	3.54	118.90
1993	-4.42	0.67	-37.24	1.94	-15.40
1994	-5.58	8.34	-28.71	4.46	36.97

Elaboración propia a partir de datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Varios años.

CUADRO 2 DEUDA PÚBLICA						
AÑO	SALDO DE LA DEUDA BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO (COMO PROPORCIÓN DEL PIB)			SERVICIO DE LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO (COMO PROPORCIÓN DEL PIB)		
	TOTAL	INTERNA	EXTERNA	TOTAL	INTERNA	EXTERNA
1980	30.7	18	12.2	8.9	4.8	4
1981	36	20	15.9	10.0	5.2	4.2
1982	74.7	34	40.5	18	6.4	12.1
1983	66.2	28.8	37.4	19.0	12.5	6.5
1984	58.1	23.7	34.4	17	11.3	5.8
1985	68	25.7	42.3	16.3	11.1	5.2
1986	98.8	29.9	68	26.2	13.0	8
1987	104.1	30.7	73	30.1	22.2	7.9
1988	64.7	27.1	37.5	31.4	24.7	6.7

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Varios años.

CUADRO 2a BASE MONETARIA Y AGREGADOS MONETARIOS					
AGREGADOS MONETARIOS (variación porcentual anual)					
AÑOS	BASE MONETARIA	M1	M2	M3	M4
1982	90.4	54.1	71.2	78.5	78.5
1983	58.1	41.4	61.6	61.4	61.4
1984	54.9	62.3	70.1	70.4	70.4
1985	18.3	48.5	71.3	59.7	62.2
1986	48.6	65.3	107.7	107.6	109.7
1987	29.2	123.9	150.2	149.8	154.9
1988	88.1	74.9	9.5	52.3	59.8
AGREGADOS MONETARIOS (como porcentaje del PIB)					
AÑOS	BASE MONETARIA	M1	M2	M3	M4
1982	5.1	10.3	33.3	36.0	37.2
1983	3.8	8.0	29.5	31.8	34.1
1984	3.8	7.9	30.4	32.9	35.3
1985	3.7	7.5	27.7	30.0	33.3
1986	3.9	7.8	32.3	36.0	41.2
1987	3.8	7.3	31.8	38.2	43.7
1988	3.3	5.6	22.1	30.9	33.9

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Estadísticas. Varios años.

CUADRO 3 TASAS DE INTERÉS			
AÑOS	COSTO PORCENTUAL PROMEDIO	TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA NOMINAL	TASA DE INTERÉS DE CETES A 28 DÍAS
1982	46.12	46.12	44.41
1983	56.44	56.44	58.74
1984	47.54	47.54	49.32
1985	65.66	65.66	61.59
1986	95.33	95.33	87.37
1987	104.29	104.29	96.05
1988	45.48	n.d.	69.53

Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados. Varios Años.

CUADRO 3a DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL POR TIPO DE VALOR GUBERNAMENTAL (En millones de pesos)					
AÑO	CETES	BONDES	TESOBONOS	AJUSTABONOS	OTROS
1990	63,699.10	53,455.90	201.8	2,817.30	1,059.10
1991	67,692.60	64,612.30	0	13,739.60	1,970.00
1992	61,996.10	58,482.40	1,094.90	29,556.60	0.20
1993	48,936.60	38,719.80	144.6	36,172.30	0.50
1994	74,101.20	16,676.60	4,819.00	33,404.10	0.00
1995	44,334.80	11,190.00	82,894.60	31,743.20	0.00

Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Varios años.

CUADRO 4 INDICADORES CAMBIARIOS			
AÑO	SUB/SOBREVALUACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL	TIPO DE CAMBIO TEÓRICO
1988	-3.4	2	21.0
1989	2.0	2.5	25.2
1990	7.4	2.8	30.2
1991	17.8	3.0	35.0
1992	28.9	3.1	39.9
1993	36.5	3.1	42.0
1994	31.7	3.4	44.0
1995	-9.0	6.4	58.0

Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados y del Banco de México. Varios años.

4a RESERVAS INTERNACIONALES Y TESOBONOS		
AÑO	TESOBONOS (millones de pesos)	RESERVAS INTERNACIONALES (millones de dólares)
1989	282.8	6,620.40
1990	1,416.80	10,168.30
1991	1,022.00	17,546.60
1992	3,979.90	18,554.10
1993	5,865.50	24,537.50
1994	168,967.80	6,148.21
1995	144,651.90	15,741.02

Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados y Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CAPÍTULO 3

CUADRO 5 INDICADORES MONETARIOS				
Año	Tipo de cambio	Tasa de interés de Cetes	Reservas Internacionales	Inflación
1995	6.00	48.00	120,300,736.00	34
1996	7.00	31.00	137,803,802.00	35
1997	7.00	19.00	225,930,120.00	20
1998	9.00	24.00	298,272,664.00	15
1999	9.00	21.00	291,924,668.00	16
2000	9.00	15.00	322,456,082.00	9
2001	9.00	11.00	374,847,999.00	6
2002	9.00	7.00	500,919,658.00	5

Fuente: Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Indicadores Macroeconómicos. Varios años.

CUADRO 6			
AÑO	CRÉDITO INTERNO NETO	RESERVAS INTERNACIONALES	BASE MONETARIA
1995	-53,492,104	120,300,736	66,808,632
1996	-53,812,731	137,803,802	83,991,071
1997	-117,038,834	225,930,120	108,891,286
1998	-166,744,675	298,272,664	131,527,989
1999	-103,206,418	291,924,668	188,718,250
2000	-113,512,963	322,456,082	208,943,119
2001	-149,267,584	374,847,999	225,580,415
2002	-236,982,761	500,919,658	263,936,897

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Varios años.

CUADRO 7 AGREGADOS MONETARIOS (Saldos promedio como porciento del PIB)						
Año	BASE MONETARIA	M1	M2	M3	M4	AHORRO FINANCIERO
1995	2.73	7.51	34.01	37.49	41.33	
1996	2	7.51	34.43	35.36	38.78	
1997	2.63	8.41	35.76	36	39	
1998	2.69	8	37	38	40.71	
1999	2.85	8.59	40	40.5	42.19	
2000	2.99	8.74	40.08	40.42	41.62	
2001	3.17	9.52	43.93	44.36	45.36	
2002	3.44	10.47	46.06	46.47	47.11	
2003	3.61	10.64	46.8	47.32	47.83	
2004	3.72	10.94	47.53	48.36	48.83	
2005	3.44	10	43.63	44.93	45.37	42.28
2006	3.57	10.35	44.59	46.18	46.6	43.41
2007	3.69	10.4	45.09	46.94	47.5	44.22
2008	3.86	10.45	46.31	49.03	49.64	46.25
2009	4.57	12.05	54.06	56.8	57.45	53.45
2010	4.57	12.06	52.84	57.03	57.65	53.64
2011	4	12.61	52.47	59.12	59.83	55.8

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Estadísticas. Varios años.

CUADRO 8		
AÑO	CORTO MONETARIO	TIIE a 28 días
1995	13	55.21
1996	24	33.61
1997	0	21.91
1998	67	26.89
1999	160	24.10
2000	258	16.96
2001	350	12.89
2002	378	8.17
2003	475	6.84
2004	69	7.15
2005	77	9.61

Fuente: Elaboración propia partir de datos de Banco de México. Varios años.

CUADRO 9 COLOCACION DE BONOS GUBERNAMENTALES POR TIPO DE INSTRUMENTO (Saldos en millones de pesos corrientes)						
PERIODO	TOTAL	CETES	BONDES	UDIBONOS	BONOS A TASA FIJA	OTROS VALORES
1995	136000	48590	44970	0	ND	42440
1996	161572	62114	67849	5357	ND	26252
1997	272210	137813	81768	36678	ND	15951
1998	353240	127600	151836	62833	ND	10970
1999	546324	129045	337271	80008	ND	1
2000	716839	175069	420256	86645	34870	0
2001	762838	196674	348988	94847	122330	0
2002	875640	197439	343345	99768	235089	0
2003	1024457	212913	355994	94651	360899	0
2004	1084463	251498	316299	89800	426867	0
2005	1259775	300028	294786	101607	563353	0
2006	1767910	358824	423721	170705	814660	0
2007	2082398	352644	495818	258124	975812	0
2008	2361763	368912	493296	350616	1148938	0
2009	2767947	512568	489241	466403	1299735	0
2010	3152934	557123	400249	583071	1612492	0
2011	3875915	696022	697613	703112	1779168	0

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de México. Estadísticas. Varios años.

CUADRO 10 INDICADORES MONETARIOS					
AÑO	DEUDA INTERNA (VAR%)	INFLACIÓN (VAR %)	CETES (VAR %)	RESERVAS INTERNACIONALES (Millones de dólares)	SUB-SOBREVALUACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO (%)
2003	13	4	6	573084.00	25
2004	12	4	6	666188.78	22
2005	13	3	9	681503.41	27
2006	16	3	7	767439.09	27
2007	16	3	7	784070.98	28
2008	19	5	7	923084.76	28
2009	23	5	5	1071853.00	11
2010	23	4	4	1300442.45	21

Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas y del Banco de México. Varios años.

CUADRO 11 SALDO DE LA DEUDA BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO PRESUPUESTARIOS COMO PROPORCIÓN DEL PIB			
AÑO	TOTAL	INTERNA	EXTERNA
1995	39	8	30
1996	30	7	22
1997	24	7	16
1998	26	9	17
1999	24	9	14
2000	22	10	11
2001	21	11	9
2002	23	13	10
2003	23	13	10
2004	22	12	9
2005	21	13	7
2006	21	16	5
2007	21	16	4
2008	25	19	5
2009	33	23	9
2010	33	23	9
2011	34	23	10

Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de Finanzas Públicas. Estadísticas históricas. Varios años.

CUADRO 12 INVERSIÓN EXTRANJERA 1980-2011.			
(millones de dólares)			
PERIODO	TOTAL	DIRECTA	CARTERA
1980	2089	2089	0
1981	3075.9	3075.9	0
1982	1900	1900	0
1983	2191	2191	0
1984	1540	1540	0
1985	1983.6	1983.6	0
1986	2400	2400	0
1987	2634	2634	0
1988	2879	2879	0
1989	3668	3175.5	493
1990	4627	2633	1994
1991	14499	4761	9738
1992	17322	4392.799	12930
1993	22511	4388	18122
1994	12830	10972.501	1858
1995	-3814	9526	-13340
1996	12684	9185	3498
1997	16565.0605	12829.556	3735.5045
1998	12072.5833	12756	-684
1999	16749.0949	13928.8063	2820
2000	18481.6842	18110	371
2001	30949	29927	1022
2002	23807	23882	-74
2003	19291	18654	636
2004	27354.8966	24827	2527
2005	30431	24385	6046
2006	25499	20180	5318
2007	39114.1201	31785.2235	7328
2008	29669	27239	2430
2009	23963	16315	7647
2010	44636.9591	20868.3534	23768.6057
2011	45764	20356	25407.4637

CUADRO 13 COLOCACIÓN DE DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO A TRAVÉS DE VALORES POR TIPO DE INSTRUMENTO						
PERIODO	TOTAL	CETES	BONDES	BONOS A TASA FIJA	UDIBONOS	TIPO DE CAMBIO NOMINAL FIX
2003	1,024,457	212,913	355,994	360,899	94,651	10.0
2004	1,084,463	251,498	316,299	426,867	89,800	11.0
2005	1,259,775	300,028	294,786	563,353	101,607	10.0
2006	1,767,910	358,824	423,721	814,660	170,705	10.0
2007	2,082,398	352,644	495,818	975,812	258,124	10.0
2008	2,361,763	368,912	493,296	1,148,938	350,616	11.0
2009	2,767,947	512,568	489,241	1,299,735	466,403	13.0
2010	3,152,934	557,123	400,249	1,612,492	583,071	12.0
2011	3,875,915	696,022	697,613	1,779,168	703,112	12.4

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México y el Centro de Estudios de Finanzas Públicas. Varios años.

CUADRO 14 INTERVENCIÓN DEL BANCO DE MÉXICO EN EL MERCADO CAMBIARIO		
Año	Subasta de venta de dólares	Tipo de cambio
2008	400	11.00
2009	289	13.00
2010	250	12.00
2011	400	12.42

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México y el Centro de Estudios de Finanzas Públicas. Varios años.

CUADRO 15 TASA DE INTERÉS INTERNA Y EXTERNA

AÑO	PRIME RATE	TASA DE INTERÉS DE CETES
1995	8.0	48
1996	8.0	31
1997	8.0	19
1998	8.0	24
1999	7.0	21
2000	9.0	15
2001	6.0	11
2002	4.0	7
2003	4.0	6
2004	4.0	6
2005	6.0	9
2006	7.0	7
2007	8.0	7
2008	5.0	7
2009	3.3	5
2010	3.3	4
2011	3.3	4

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México y el Centro de Estudios de Finanzas Públicas. Varios años.