

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA

UNIDAD IZTAPALAPA

CSH

Lic. Economía,

✓ **COORDINACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA
MONETARIA EN MÉXICO ANTE DESEQUILIBRIOS
ECONÓMICOS EXTERNOS (1997-1998)**

✓ **Alumno: JUAN ALFONSO VAZQUEZ MONJARAZ**

Matrícula: 87238606

✓ **Profesor: FERNANDO AZPEITIA SANCHEZ**

SEPTIEMBRE 1999

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	i
CAPÍTULO 1	
MARCO TEÓRICO	
1.1. Teoría de la Política Monetaria.	1
1.1.1. El dinero.	2
1.1.1.1. Concepto.	2
1.1.1.2. Funciones.	3
1.1.2. Teoría Cuantitativa del Dinero.	4
1.1.3. Teoría Keynesiana.	8
1.1.4. Monetarismo.	10
1.1.5. Análisis Comparativo entre el Keynesianos y Monetaristas.	12
1.2. Teoría de la Oferta Monetaria.	14
1.2.1. Mercado de Dinero y Capitales.	14
1.2.2. Determinantes de la Oferta de Dinero.	16
1.2.3. Determinantes de la Demanda de Dinero.	17
1.2.4. Oferta y Demanda de Capitales.	18
1.3. Herramientas de Conducción de la Política Monetaria Realizadas por el Banco Central.	20
CAPÍTULO 2	
INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO	
(1997-1998)	
2.1. Concepto y Cotización de Tipos de Cambio.	27
2.2. Estructura de las Tasas de Interés.	29
2.3. Base Monetaria.	31
2.4. Manejos y Ajustes de Política Monetaria en México durante 1997-1998.	33
2.4.1. Manejos y Ajustes durante 1997.	33
2.4.2. Manejos y Ajustes durante 1998.	40

CAPÍTULO 3
CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA MEXICANA ANTE
DESEQUILIBRIOS ECONÓMICOS EXTERNOS (1997-1998)

3.1. Programa Monetario 1997.	46
3.2. Programa Monetario 1998.	47
3.3. Efectos y Acciones ante la Crisis Asiática de 1997.	48
3.4. Efectos y Acciones ante la Crisis Rusa.	55
3.4.1. Tasas de Interés.	56
3.4.2. Bolsa Mexicana de Valores y Títulos de Deuda Mexicana.	56
3.4.3. Tipo de Cambio.	58
3.4.4. Base Monetaria y sus Componentes.	61
3.5. Perspectivas de la Política Monetaria en México para 1999.	64
CONCLUSIONES	67
BIBLIOGRAFÍA	72

INTRODUCCIÓN

Los momentos actuales son tiempos de cambio y reorganización, a los que México llega después de recorrer una etapa (1982-1994) en la cual se aplicaron de forma inadecuada los instrumentos de política económica en general, y política monetaria en particular y, cuyas consecuencia más sobresalientes han sido: el estancamiento productivo, un continuo nivel elevado en las tasas de inflación, crisis en las finanzas públicas, caída en los niveles de inversión, y una obsolescencia en los activos fijos de la mayor parte de las empresas del país.

Por lo anterior, durante los últimos 4 años, se planteó la necesidad de modificar la política económica en cuanto al control de algunos instrumentos de política monetaria, con el objeto de perseguir: disminución y estabilización de la inflación, incremento en el empleo, redistribución del ingreso, aumento de la productividad, y un mayor desarrollo de la industria mexicana.

Hay que considerar que nuestra economía se desenvuelve en medio de profundos cambios en los ámbitos económicos, político y social, en medio de un fortalecimiento de la interdependencia tanto financiera como del comercio internacional, y en donde la competencia por los mercados se agudiza dado en primer término por el desarrollo científico y tecnológico, y en segundo por el avance en la conformación de un nuevo orden económico mundial, en el cual surgen importantes bloques como el Europeo, el del pacífico y el de América del Norte.

Por lo anterior y dado que existieron crisis en economías extranjeras, que de alguna manera se encuentran ligadas a la nuestra, como la asiática y la rusa, la economía mexicana se vio envuelta en una serie de dificultades que pudieron ser superadas con una política monetaria adecuada a los cambios y necesidades del momento. Políticas que en un principio no se creía que pudieran resolver los

problemas endógenos (las crisis mencionadas y sus efectos colaterales) que afectaban a nuestra economía.

Por lo anterior, surge la necesidad de revisar las políticas monetarias realizadas en los años correspondientes a estas crisis (1997-1998) para evaluarlas y a través de este análisis conocer las perspectivas que se tienen para 1999, en lo que respecta a la política monetaria en México. Por lo tanto, la presente investigación tiene como objetivo central elaborar un documento que sintetice el desarrollo histórico de la teoría monetaria y política monetaria mexicana en los años 1997-1998, así como las más recientes contribuciones a la teoría monetaria.

Para la elaboración de esta tesina, la investigación se apoyará en los fundamentos de la teoría monetaria, como por ejemplo:

- El dinero y sus funciones.
- La teoría cuantitativa del dinero ($MV = PT$), donde por primera vez se plantea la relación que existe entre la oferta de dinero y el nivel de precios y, los determinantes de la oferta monetaria.
- La comparación de los modelos macroeconómicos (Clásico y Keynesiano); la formulación de la demanda de dinero, una de las grandes contribuciones a la teoría económica por parte de Keynes.
- Para complementar el marco teórico se revisaran los modelos monetaristas y se compararan con el modelo keynesiano.
- En el campo de los objetivos y los instrumentos de política monetaria, se utilizará el material que fue proporcionado en los cursos de Política Económica de la Licenciatura en Economía.
- También se apoyará en la teoría del comercio internacional, para comprender como están integrados los mercados financieros y, como los desequilibrios económicos de un país repercuten en varios países.
- Para los esquemas, gráficas y cuadros comparativos se apoyará en los conocimientos adquiridos en las asignaturas de Econometría y Estadística.

- Todos los elementos serán de suma importancia para poder revisar e interpretar correctamente las medidas adoptadas por parte del Banco de México, para hacer frente a los desequilibrios y desajustes externos.

Todo lo anterior basados en la hipótesis de que las medidas aplicadas durante el período 1997-1998, por el Banco de México, han sido, inesperadamente, suficientes para disminuir las presiones inflacionarias y que con ellas se ha mantenido una actividad económica relativamente congruente, muy a pesar del fuerte impacto que en nuestra economía los desequilibrios financieros externos (crisis asiática, crisis financiera rusa, entre otros) han provocado.

Esta tesina consta de tres capítulos, dentro de los cuales se trata de realizar un análisis serio y que pretenda cumplir con el objetivo de esta investigación, mismos que consideran los siguientes aspectos:

El primer capítulo sirve de marco teórico, en el cual se explican las principales características de la teoría monetaria y las políticas en esa materia realizadas por el Banco de México. Este capítulo tiene el objetivo de ser el marco teórico en el cual la investigación esté basada.

El segundo capítulo, abordará las políticas monetarias realizadas por el Banco de México de manera general, en el período de estudio (1997-1998), con las respectivas definiciones y estructuras de: el tipo de cambio, tasa de interés y base monetaria (variables básicas para la elaboración de políticas monetarias eficientes).

Finalmente, el tercer capítulo, se analizarán específicamente cómo han sido instrumentadas las políticas monetarias en México frente a los desequilibrios económicos externos durante 1998-1999, fundamentalmente frente a las crisis asiática y rusa.

Es necesario comentar que todo el análisis de las políticas monetarias generales y específicas estarán acompañadas de cuadros estadísticos que enriquezcan su análisis y, además, sirvan para visualizar mejor el desarrollo de las políticas en cuestión.

La bibliografía que se consideró en esta investigación corresponde para un soporte bibliográfico reciente y congruente.

CAPÍTULO 1

MARCO TEÓRICO

1.1. Teoría de la Política Monetaria.

Uno de los grandes instrumentos de la macroeconomía es la política monetaria (el otro es la política fiscal). Política monetaria que no es otra cosa que “el ejercicio que realiza el Banco Central para controlar el dinero, los tipos de interés y las condiciones crediticias de un país específico”.¹ Siendo sus principales instrumentos, para tal efecto, las operaciones de mercado abierto, los requisitos de reservas y la tasa de descuento.

Ahora bien, esta teoría se divide en dos: la teoría monetaria dura y la suave². La primera, es la política de un banco central que restringe o reduce la oferta monetaria y eleva los tipos de interés; estas medidas se toman para mantener el bajo nivel del producto nacional bruto (PNB) real o reducirlo, frenar la inflación o fortalecer la balanza de pagos internacionales atrayendo entradas de capital. La política monetaria suave es la acción realizada por el banco central consistente en el aumento de la oferta monetaria con el fin de reducir los tipos de interés. Su objetivo es elevar la demanda agregada y, de esta forma, aumentar el PNB real.

La política monetaria de un país es la encargada de formular los objetivos, señalando los instrumentos adecuados, para el control que ejerce el Estado sobre la moneda y el crédito, con el objetivo primordial de velar por la estabilidad económica del país en cuestión. Si bien es cierto que la política monetaria cuenta con medidas correctivas, más importante es que las medidas que se tomen sean de carácter preventivo, que tiendan a lograr y mantener una situación económica

¹ Samuelson, Paul. Economía, Ed. Mc Graw Hill, 12 Edición, México, 1988, pág. 1118.

² Ibidem, págs. 353-355.

de pleno empleo a un nivel de precios estable. Por lo tanto, estos últimos se suman al objetivo básico de la política monetaria.

Por lo antes mencionado, en el caso de México, la política monetaria tiene una considerable cantidad de instrumentos que utilizados correctamente, pueden neutralizar o revertir los efectos negativos de algunas variables que afectan su economía, como son: la caída de los precios del petróleo, el aumento de las tasas de interés internacionales (generalmente debido a crisis económicas en economías ligadas a la nuestra), la apertura comercial a nivel mundial, el déficit fiscal del gobierno y los requerimientos de financiamiento interno y externo, entre otras.

Como sabemos, el dinero es un elemento indispensable dentro de cualquier análisis económico, en este sentido, es conveniente definirlo y conocer su clasificación e importancia dentro de la economía, para poder comprender mejor las políticas instrumentadas en materia monetaria.

1.1.1. El Dinero.

1.1.1.1. Concepto.

Veamos algunas de las definiciones más importantes del dinero:

La Real Academia de la Lengua Española define al dinero como: "moneda, caudal o fortuna que una persona física o moral posee para realizar cualquier tipo de transacciones comerciales".³

Los subjetivistas definen al dinero como "todas aquellas cosas que son aceptadas en forma general a cambio de bienes y servicios".⁴

³ Larousse. Diccionario Ilustrado, Ed. Larousse, México, 1992, pág. 360.

⁴ Méndez, José S. Fundamentos de Economía, Ed. Mc Graw Hill, México, 1990, pág. 210.

Los marxistas consideran el dinero como “una mercancía que es equivalente general de todas las demás mercancías y que desempeña varias funciones derivadas de su carácter de mercancía”.⁵

Pero, la mejor definición que podemos dar estos días del dinero es que es un medio de pago cuyo principal (si no único) fundamento es la confianza de que los demás lo aceptan como medio de pago, es decir, que mediante su entrega a terceros que tienen cosas que no son dinero, éstas pueden ser adquiridas en propiedad. En la conciencia común se identifica dinero con una especie del mismo: el dinero legal, que es emitido por una institución que monopoliza su emisión y que adopta la forma de monedas metálicas y billetes. Este es el dinero en efectivo, los pesos, las pesetas, los dólares, los francos, las liras, las libras o los escudos.

1.1.1.2. Funciones

Son varias las funciones que cumple el dinero, hoy en día, en nuestra sociedad, a saber:⁶

1. Ser un medio de cambio.
2. Ser una unidad de cuenta.
3. Ser depósito de valor.
4. Servir como instrumento de pagos diferidos.
5. Tener circulación.

De las anteriores destacaríamos como preferencial la primera, un medio de cambio. Con base a ella, pensamos que las características fundamentales que deberían reunir las nuevas formas del dinero son:

⁵ Singer, Paul. Curso de Introducción a la Economía Política. Ed. Siglo XXI, México, 1986, pág. 122.

⁶ Méndez, José S. Op.cit., pág. 211.

- Deberá ser aceptado comúnmente como medio de cambio, y no ser susceptible de venta como un bien, un producto o una mercancía.
- Deberá ser dado y aceptado como pago final de una deuda: es decir, tiene que tener poder cancelatorio de las deudas.
- Podrá trasladarse y transmitirse libremente mediante su entrega.
- Deberá tener valor por sí mismo, sin necesidad de acudir a otros respaldos que lo completen o impongan de determinadas cualidades.
- Deberá, como consecuencia del anterior parámetro, estar libre de cualquier reclamo posterior a su entrega (como actualmente lo es cualquier medio de pago).

Por otra parte, existen sustitutos del dinero que tienen características particulares, entre los más importantes tenemos:

- ◆ La actividad comercial y la tecnología.⁷
- ◆ Tarjetas bancarias.
- ◆ Bancos en Redes Globales de Comunicación Telemática (Internet especialmente).
- ◆ Cheques.
- ◆ E-cash o dinero electrónico.

Ya dijimos en este estudio que el dinero era algo basado en la confianza en su aceptación por terceros. Los sustitutos que hemos expuesto deben, como mínimo requerir las cualidades que los hagan confiables para que con ellos se puedan realizar transacciones comerciales.

1.1.2. Teoría Cuantitativa del Dinero.

La teoría cuantitativa considera que el dinero (el oro y la plata) recibe valor en la medida en que funciona como dinero: que no tiene valor intrínseco porque son unidades abstractas.

⁷ Méndez, J. Op.cit., pág. 213.

“El precio de las mercancías y de la capacidad adquisitiva del dinero nacen, diríase de sí mismos, de la producción cuantitativa en que se encuentran en el proceso de circulación la masa de mercancías y la cantidad de dinero”.⁸

Debido a que la teoría cuantitativa existe desde aproximadamente el siglo XVI, ha sido expresada en muchas formas, pretendiendo aparecer muchas veces como “original”. Sin embargo, existen dos formas principales en que se ha expresado la teoría: la de “método de transacciones”, representada por la ecuación de Fischer y “la teoría de las disponibilidades o Método de Saldos”, formulada por los discípulos de Marshall en la escuela de Cambridge.⁹

♦ Método de Transacciones.

La teoría cualitativa expresada a través del método de transacciones y enunciada por Irving Fisher se comprende a través de la ecuación de cambio y que muestra la relación entre la cantidad de dinero en circulación y el nivel de precios. La ecuación de intercambio dice:¹⁰

$$M \times V = P \times Q$$

Donde:

M = Oferta monetaria.

V = Velocidad de circulación (cantidad de dinero en circulación multiplicado por el número de veces usado en transacciones).

P = Precios promedio de bienes y servicios.

Q = Cantidad de unidades vendidas.

En otras palabras la ecuación de intercambio nos dice que el gasto total es igual al valor total de los productos y servicios producidos en una economía. Esta

⁸ Stadnichenko A. La Crisis del Sistema Monetario del Capitalismo, Ed. Allende, México, sin año, pág. 44.

⁹ Ibidem, pág. 47.

¹⁰ En Friedman, Milton. El Marco Monetario de Milton Friedman, un Debate con sus Críticos, Ed. Premia, México, 1991, pág. 16.

ecuación de intercambio nos ayuda a explicar el por que los precios (y por tanto el valor de dinero) fluctúan. Tomando en consideración la ecuación cuando V y Q son constantes, podemos decir que cualquier cambio en la oferta monetaria afectará directamente a los precios, en otras palabras cuando haya mas dinero en circulación, los precios aumentarán y viceversa. Claro que la excepción viene cuando la cantidad de unidades de bienes o servicios aumenta igual o más que proporcionalmente que la oferta monetaria.

♦ Teoría de Posibilidades o Método de Saldos.

El método de Saldos Monetarios o saldos en efectivo también se conoce como la teoría de las disponibilidades o enfoque de Cambridge. Esta versión de la teoría cuantitativa del dinero también hace énfasis en la oferta y demanda del dinero, analizando las condiciones que las determinan.

La ecuación de cambio según el método de saldos de llama también ecuación de Cambridge o ecuación de Marshall y se expresa así:¹¹

$$M = P \times Q \times T$$

Donde:

M = Oferta monetaria.

K = Tiempo del período expresado en partes del año durante el cual la gente desea tener en su poder capacidad de compra en forma de dinero o saldos en efectivo

P = Precios promedio de bienes y servicios.

T = Volumen de transacciones realizadas durante un período determinado.

De la ecuación inicial se puede despejar las variables que deseamos conocer si se conoce el valor de las otras:

$$P = M/KT$$

¹¹ Friedman, M. Op.c it., pág. 12.

$$K = M/PT$$

K está relacionado con V que representa la velocidad de circulación del dinero, ya que ambas variables se encuentran determinadas por los mismos factores.

Si en el método de transacciones $V = PT/M$ y en el método de saldos $K = M/PT$ podemos ver que ambas ecuaciones son recíprocas, por lo que:

$$V = 1/K \quad \text{y} \quad K = 1/V$$

Ello quiere decir que ambas expresiones de la teoría cuantitativa explican el fenómeno monetario a través de la oferta y la demanda de dinero, pero desde diferente punto de vista llegando a la misma conclusión de que la capacidad de compra es igual a la cantidad de dinero disponible o bien que lo que se gasta es igual a los ingresos recibidos.

♦ Análisis Crítico.

A continuación se enumeran algunas de las condiciones críticas más importantes que se le han hecho a la teoría cuantitativa del dinero:¹²

1. Es valiosa porque hace una clara distinción entre la cantidad nominal y la cantidad real del dinero. La primera se expresa en unidades monetarias (pesos, dólares, marcos, etc.), mientras que la segunda se expresa en volúmenes de mercancías y servicios que se pueden adquirir con dinero.
2. Es tautológica, lo que quiere decir que es una repetición que no añade nada nuevo al análisis monetarista tanto en el método de transacciones como en el de saldos en efectivo ya que el primero expresa que el volumen de ingresos percibidos es igual al volumen de lo gastado.

¹² **Ibidem.**, pág. 14.

3. Es un instrumento de análisis que permite confrontar los hechos que suceden en la realidad con la teoría. Es decir, es necesario un estudio empírico de los aspectos monetarios.
4. Contiene un conjunto de elementos muy aleatorios y difíciles de procesar en detalle, por lo que es muy difícil llegar a establecer el nivel general de precios.
5. Es estática, ya que no explica con claridad cómo se mueven las distintas variables que actúan en la ecuación de cambio.

A pesar de las críticas hechas a la teoría cuantitativa, es necesario estudiarla y criticarla porque sigue estando de moda por los planteamientos introducidos por M. Friedman y la escuela de Chicago.

1.1.3. Teoría Keynesiana.

Uno de los principales fenómenos económicos que hicieron cambiar las concepciones de los economistas es, sin duda, la crisis que afectó al mundo capitalista en 1929. Es en este momento que surge la obra de J. M. Keynes, quien pretende explicar el comportamiento de la economía refutando el concepto de la "mano invisible", expresado por A. Smith. Keynes se da cuenta que las crisis son inherentes al sistema capitalista y, en consecuencia, trata de explicarlas y buscar las políticas adecuadas que resuelvan los problemas derivados de ellas.

Keynes no creía en el mundo clásico del equilibrio natural, ni en el sistema de libre mercado como el mecanismo para el ajuste automático y equitativo. Para Keynes, la economía capitalista genera dos problemas fundamentales: desocupación y la concentración de la riqueza y el ingreso.

Para explicar la crisis del capitalismo dice Keynes:

"La explicación más típica, y con frecuencia la predominante de la crisis, no es principalmente un alza en la tasa de interés, sino un colapso repentino de la eficiencia marginal del capital... (más aún), el colapso de la eficiencia marginal del capital puede

ser tan completo que no basta ninguna reducción factible en la tasa de interés. Sino una baja de ésta fuera capaz de prever un remedio efectivo por sí misma, cabría alcanzar la recuperación si en el transcurso de algún intervalo considerable de tiempo y por medios bajo el control más o menos directo de la autoridad monetaria; pero, de hecho, esto no suele ocurrir y no es tan fácil resucitar la eficiencia marginal del capital, estando como está determinada por la indigible y desobediente psicología del mundo de los negocios.”¹³

Las implicaciones de la política económica que se derivaron de la teoría keynesiana, revolucionaron el pensamiento económico y esta tesis. Afirma que el Estado debe intervenir en la economía del mercado, con el fin de disminuir el desempleo involuntario y aumentar la producción. El elemento clave de la intervención (en el corto plazo) consiste en la “administración” de la demanda efectiva por parte del Estado a través de cualquiera de la dos vías: la fiscal o la monetaria.

La teoría keynesiana, en líneas generales, tiene los siguientes puntos a destacar:¹⁴

1. El empleo (y la renta) depende de la demanda efectiva.
2. La demanda efectiva está determinada por la propensión al consumo y el volumen de la inversión.
3. La propensión al consumo es relativamente estable.
4. El empleo depende del volumen de la inversión, si la propensión al consumo permanece inalterable.
5. La inversión depende del tipo de interés y de la eficacia marginal del capital.
6. El tipo de interés depende de la cantidad de dinero y la preferencia de liquidez.
7. La eficacia marginal del capital depende de las expectativas de beneficios y del costo de reposición de los bienes de capital.

¹³ J.M. Keynes. Teoría General de la Ocupación, el interés y el Dinero, Ed. F.C.E., México, 1984, págs. 281-284.

¹⁴ Ibidem, págs. 285-288.

Algunas características de la teoría económica keynesiana son:¹⁵

- ◆ Su teoría es una refutación del liberalismo, ya que apoya la intervención del Estado en la economía para impulsar la inversión.
- ◆ La teoría económica de Keynes lleva directamente a la política económica que él mismo recomienda.
- ◆ El dinero juega un papel importante en su teoría, por lo que también se le llama teoría de economía monetaria.
- ◆ La inversión juega un papel importante para lograr cierto nivel de empleo.
- ◆ Su teoría del interés está basada en la preferencia de la liquidez.

Ahora bien, Keynes fue atacado, primero, porque era necesaria una teoría de la demanda efectiva y por tanto una teoría del empleo de la época, 1936, cuando se publicó su Teoría General; segundo, porque cuando apareció su Teoría General, el mundo capitalista estaba sumido en una depresión, y las teorías existentes sobre el ciclo económico no podía ofrecer una solución, del mismo modo que tampoco podían explicar sus causas.¹⁶

Las políticas keynesianas se siguen aplicando en el mundo capitalista, aunque con ciertas variantes; sin embargo, no se han solucionado los problemas económicos como Keynes creía, debido entre otras razones a que no se han atacado las causas que ocasionan los problemas actuales. Es por ello que las políticas keynesianas resultan ser sólo un paliativo y no una solución de fondo a dichos problemas.

1.1.4. Monetarismo.

El monetarismo de Milton Friedman se plantea como objetivo de estudio el problema de la inflación y el desempleo. Friedman establece que la inflación es, en todo momento y en todo lugar, un fenómeno "monetario" y corregible a través

¹⁵ **Ibidem.**

¹⁶ Guillman, Joseph. **Prosperidad en Crisis, Crítica Keynesiana.** Ed. Anagrama, Barcelona, 1975, pág. 129.

de una política monetaria contraccionista, lo que se traduce en una regla monetaria que dice que la estabilización de la economía se alcanza cuando la oferta monetaria crece a una tasa fija.

Friedman menciona que: "en el largo plazo, todo incremento en la oferta monetaria por encima del crecimiento potencial de la economía, dada por la tasa natural de desempleo, provocará solamente inflación; sin embargo, en el corto plazo, el Estado a través de una política monetaria y fiscal expansionista, puede reducir el desempleo y aumentar el crecimiento, provocando un corte en la inflación".¹⁷ Pero según este enfoque los agentes económicos ajustaran sus expectativas en el largo plazo, y nuevamente se regresa a la tasa natural de desempleo con una mayor inflación.

El monetarismo, en líneas generales, se caracteriza por el mecanismo de transmisión de Friedman, a saber:¹⁸

- La expansión monetaria provoca una expansión de la economía en el corto plazo. Es decir, el componente real del ingreso nacional crece efectivamente.
- La expansión de la economía provoca un aumento en la tasa de inflación. Ante el incremento de la inflación disminuye la tasa de interés real que pagan los bonos de renta fija y variable, así como el rendimiento por la actividad productiva.
- Ante la baja en la tasa de interés y de los rendimientos reales, habrá un desplazamiento en la estructura de cartera de activos hacia los bienes durables.
- Este desplazamiento de la demanda hacia los bienes durables provoca un incremento en su precio y, por ende, refuerza las tendencias inflacionarias originadas en la expansión monetaria.
- El final del proceso se da cuando el nivel general de precios de la economía está al nivel que corresponde a la demanda de los saldos monetarios reales.

¹⁷ Dwayne Wrightsman. Una Introducción a la Teoría y Política Monetaria, The Free Press, Usa, pág. 225.

¹⁸ Ibidem, pág. 233.

Durante estos años de expansión y prosperidad (1945-1973) la teoría económica está dominada por la síntesis neo-clásica, enseñada entre otros por el premio Nobel Paul A. Samuelson, que introdujo al estudio de la economía a muchas generaciones de estudiantes en todo el mundo. En ella: "se combinaba poco rigurosamente la microeconomía, que explicaba el comportamiento de los mercados mediante los modelos de competencia perfecta y monopolista, con la macroeconomía, que explicaba el comportamiento de los grandes agregados, como consumo, inversión, gasto público, oferta monetaria, inflación, etc. La síntesis neoclásica reproduce en parte la maniobra de escamoteo y apología de los autores liberales de la segunda generación (Walras, Marshall, Pigou, etc.), los neo-clásicos, aunque reintroduce a la consideración de los economistas los problemas clásicos del crecimiento, las crisis, la acumulación y la redistribución en los análisis macroeconómicos."¹⁹

1.1.5. Análisis Comparativo entre Keynesianos y Monetaristas.

Existen tres elementos que distinguen a los monetaristas y a los keynesianos en su concepción general del mundo:

1. Los monetaristas tienen fe en el mercado y coinciden en que los precios, establecidos en forma libre, son la mejor manera de orientar los recursos hacia las actividades más productivas. Los keynesianos aducen que los mercados están llenos de imperfecciones que se manifiestan en rigideces de precios, particularmente en el mercado laboral.
2. Como consecuencia de lo anterior, los monetaristas piensan que un papel activo del Estado para mejorar el desempeño macroeconómico resulta más perjudicial que benéfico mientras que los keynesianos defienden una mayor intervención del Estado para contrarrestar el ciclo económico.
3. Los monetaristas creen que el dinero es neutral, es decir, que tiene pocos efectos sobre las variables reales, que sólo incide sobre el nivel general de

¹⁹ Samuelson. Op.cit., pág. 756.

precios y que por lo tanto la oferta monetaria no es un instrumento para el crecimiento. Los keynesianos piensan que el incremento en la oferta monetaria puede estimular en forma recurrente el crecimiento económico y que por ende es un instrumento primordial de aliento.

Otros comentarios respecto a las divergencias entre monetaristas y keynesianos serían:

- a) Hay quienes dicen que Friedman optó por defender al libre mercado porque este recompensaba a gentes que, como él, venían de ser muy pobres, mientras que el Estado premia de manera discrecional, no siempre ligada al esfuerzo y en ocasiones de manera contraria a él.
- b) Adam Smith decía que en el mercado todos perseguían el interés particular pero que hay una mano invisible que lleva a que en la búsqueda del bienestar propio se logre siempre el bien común. "No es de la generosidad del panadero o del carnicero de quien yo puedo esperar mi cena hoy por la noche, sino de su amor propio" decía. Friedman decía que en el sector público, por el contrario, todos persiguen el bien común pero que hay una mano invisible que lleva a que siempre se logre algún interés particular.
- c) Muchas de las ideas desarrolladas por John M. Keynes de la Universidad Cambridge centran su interés en la demanda agregada. Según él, el problema del crecimiento era un problema de demanda y no de oferta. Las ideas monetaristas son por el contrario viejos principios que han ido depurándose con el tiempo pero que son en esencia los mismos.
- d) El centro de la controversia terminó siendo la curva de Phillips y el análisis de corto versus el análisis de largo plazo. Mientras que los keynesianos sostienen que un incremento en la oferta monetaria puede incrementar la producción, los monetaristas aseguran que esto sólo puede hacerse una vez, o unas cuantas veces. Señalan que en largo plazo las gentes adaptan sus expectativas (llaman a esto expectativas adaptativas) para esperar un crecimiento de la oferta monetaria y responden a ese incremento con un incremento en los precios.

- e) Lo curioso del pensamiento de la Universidad de Chicago es que en tiempos más recientes la rebelión que ha surgido contra Friedman no es del tipo que muchos pudieran esperar, es decir, no ha sido para hacer planteamientos más heterodoxos o de corte keynesiano sino para hacer planteamientos monetaristas más extremos.
- f) Robert Lucas, ganador del premio Nobel por el desarrollo de la teoría de las "expectativas racionales" ha señalado que los canales de información sobre la política macroeconómica del Estado son tan eficientes en la era actual, que las empresas ya ni siquiera echan a andar la máquina adicional cuando perciben que es un incremento artificial en la demanda sino que suben sus precios en forma automática con lo que el incremento en la oferta monetaria no se traduce sino en inflación y en ninguna medida en un incremento en la producción (Friedman estaba dispuesto a conceder que una mínima parte podía traducirse en un incremento en la oferta agregada).²⁰ Hay quien dice que los monetaristas y los keynesianos ya se están poniendo de acuerdo cediendo cada quien un poco de su lado y encontrando coincidencias en un terreno intermedio.

1.2. Teoría de la Oferta Monetaria.

1.2.1. Mercado de dinero y capitales.

♦ Mercado de Dinero:

"Es el conjunto de la oferta y la demanda de dinero. El sistema bancario de un país constituye el mercado de dinero ya que es allí donde se mueve la oferta y la demanda de dinero. El mercado de dinero constituye el movimiento de éste a corto plazo, no mayor de un año."²¹

El mercado de dinero se puede representar así:

• Oferta de Dinero:

²⁰ Stadnichenko A. Op.cit., pág. 132.

²¹ Argandoña. Antonio. La Teoría Monetaria Moderna, Ed. Ariel, Barcelona, 1981, pág. 32.

- Depósitos a la vista.
- Depósitos de ahorro.
- Depósitos a plazo.
- Certificados financieros.
- Certificados de depósito bancario.
- Demanda de Dinero:
- Solicitudes de dinero a corto plazo (diferentes tipos de crédito de dinero).

El comercio en dinero se amplía abarcando el comercio en valores, y estos valores no son sólo gubernamentales sino de acciones industriales y de transporte, de modo que el comercio en dinero conquista el control directo de una parte de la producción, por lo cual es a su vez controlado en su conjunto, entonces la reacción del comercio en dinero sobre la producción se fortalece y se complica aún mas.

Lo anterior implica que al abarcar una gran cantidad de actividades, el mercado de dinero se desdobra, formándose el mercado de capitales que también se mueve en el sistema bancario o financiero de un país.

♦ **Mercado de capitales:**

“Es el conjunto de la oferta y la demanda de capitales que se mueven a través del sistema financiero de un país. El mercado de capitales constituye el movimiento de éstos a largo plazo, mayor de un año.”²²

El mercado de Capitales se puede representar así:

- Oferta de Capitales:
- Valores de renta fija.
- Calores de renta variable.
- Demanda de Capitales:
- Solicitudes de capital a largo plazo (diferentes créditos para inversión)

²² *Ibidem.*, pág.65.

A su vez, las principales instituciones que forman el mercado de dinero y capitales son:²³

- Bancos comerciales.
- Bancos privados y de inversión (Hipotecarias, Financieras, Sociedades de Capitalización, Bancos de ahorro).
- Instituciones oficiales de crédito.
- Banca central.
- Intermediarios financieros no bancarios.
- Bolsa de valores y casas de bolsa.
- Otras instituciones (Aseguradoras, Afianzadoras, Uniones de crédito, Instituciones de seguridad social).

1.2.2. Determinantes de la Oferta de Dinero.

“La oferta de dinero está integrada fundamentalmente por los depósitos o ahorros de dinero que los particulares hacen en los bancos y que se encuentran representados por depósitos a la vista, depósitos de ahorro, depósitos a plazo, certificados financieros y certificados de depósito bancario.”²⁴ De donde se desprende que, los depósitos a la vista son depósitos bancarios de dinero que hace el público en general y que se pueden retirar en un momento dado mediante la expedición de cheques. Son exigibles en el momento que el depositante lo solicite.

Por su parte, “los depósitos de ahorro son aquellos que el público deposita en un banco y que reciben interés, pero que debe ser retirable en cierta fecha mediante un certificado de depósito bancario a plazo fijo. También existe el depósito bancario a plazo opcional; es decir, sin un plazo establecido.”²⁵

²³ Méndez, José. *Op.cit.*, págs. 278-280.

²⁴ Diz, Adolfo. *Oferta Monetaria*, Texto Provisional, CEMLA, México, 1975, pág. 26-30.

²⁵ *Ibidem*.

El certificado financiero es un documento que ampara un depósito de dinero a mayor plazo que el depósito bancario, por lo que recibe un interés mayor. El dinero ofrecido por medio de los certificados financieros se usa principalmente para créditos a largo plazo.

♦ **Las principales determinantes de la oferta de dinero son:**²⁶

1. La cantidad de dinero que exista en un momento dado y que puede ser regulada por las autoridades monetarias; es decir la oferta monetaria.
2. La disponibilidad de la gente para ahorrar una vez cubiertas sus necesidades, lo cual depende del volumen de ingresos que reciba, o sea la proporción del ingreso destinada al ahorro.
3. El tipo de interés que en un momento determinado ofrecen las instituciones bancarias a los depositantes o ahorradores, que son las tasas pasivas.
4. La situación de la economía total del país, si hay crecimiento o estancamiento.
5. Las fluctuaciones de los precios, si hay estabilidad o inflación.
6. El tipo de política monetaria seguida por el estado que puede generar confianza o desconfianza de los ahorradores.

1.2.3. Determinantes de la Demanda de Dinero.

Según Keynes: existen tres motivos principales por lo que la gente demanda dinero: el motivo transacción, el motivo precaución y el motivo especulación.²⁷

La demanda de dinero por el motivo de transacción hace referencia al uso del dinero como medio de cambio para las transacciones ordinarias, como pagos y compras. El motivo precaución para hacer frente a situaciones de urgencia imprevista que causarían desembolsos mayores que los que suponen las

²⁶ **Ibidem.**

²⁷ Keynes, J.M. **Op.cit.**, pág. 64.

transacciones usuales anticipadas. El motivo especulación se define como el intento de obtener un beneficio por conocer mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo (o sea, anticiparse).

♦ **Los principales determinantes de la demanda de dinero o créditos a corto plazo son:**²⁸

1. El volumen de ingresos que reciba la gente; si no tiene suficiente para cubrir sus necesidades recurre al crédito (gasta mas de lo que recibe), o aunque tenga suficiente de todos modos recurre al crédito como es el caso de los grandes inversionistas.
2. El deseo de la gente de comprar cosas por adelantado, pagándolas a crédito, lo que se ejemplifica con el uso extendido de tarjetas de crédito.
3. Para cubrir alguna necesidad imprevista: gastos médicos, reparaciones que no están presupuestadas por ser imprevistas.
4. El deseo de especular sabiendo que se obtiene mayor satisfacción ahora comprando ciertas cosas; por ejemplo terrenos que subirán de precio, aparatos eléctricos que subirán de precio.
5. La situación total de la economía del país sobre todo lo relacionado con el empleo, la inversión y en general el crecimiento económico.
6. Niveles de salarios y precios.
7. Tasa de interés que cubran los bancos a los solicitantes de crédito, es decir, las tasas bancarias activas.

1.2.4. Oferta y Demanda de capitales.

♦ **La oferta del mercado de capitales.**

“Se encuentra integrada principalmente por los valores de renta fija y los valores de renta variable también llamados acciones. Los valores de renta fija son documentos que amparan depósitos monetarios a largo plazo.”²⁹

²⁸ Diz, Adolfo. Ibidem.

²⁹ Méndez, José. Op.cit., pág. 267.

Algunas características de los valores de renta fija son:

- Pagan baja tasa de interés.
- La mayoría se emite a largo plazo (mas de 5 años).
- Se emiten en moneda nacional.
- Generalmente son gubernamentales y su garantía son los ingresos públicos.
- Los tenedores son principalmente el banco central y los organismos públicos.
- Su liquidez es relativamente baja.
- Generalmente están exentos de impuestos.

Los valores de renta variable o acciones son documentos que amparan la participación de los socios en el patrimonio social de una empresa. Las acciones determinan los derechos y las obligaciones de los accionistas. Una clasificación sencilla de las acciones es:

➤ Acciones

Ordinarias o comunes:

- Nominativas.
- Al portador.

➤ Acciones preferentes:

◆ **Los principales determinantes de la oferta de capitales son:**³⁰

1. El tipo de interés que se paga en los bancos. Si el interés es atractivo entonces la gente mete dinero al banco, si el interés es bajo se prefiere invertir en valores de renta fija y variable; sobre todo cuando hay muchos instrumentos de ahorro e inversión.
2. Los beneficios esperados de la inversión, lo cual es muy inestable.
3. El movimiento del mercado de valores que se observa con las cotizaciones cotidianas de la bolsa de valores; es decir, los índices cambian diariamente.
4. La situación general de la economía y su posible evolución (estabilidad o inestabilidad) y factores internos y externos que la afecten.

³⁰ ***Ibidem.***, pág. 272.

5. La política financiera que siga el estado, especialmente lo referente al mercado de valores, es decir, los intermedios financieros no bancarios.
6. La situación política del país, si hay estabilidad o inestabilidad, si hay elecciones, etc.

♦ **Las principales determinantes de la demanda de capitales son:**³¹

1. El tipo de interés bancario y el rendimiento de los valores de renta fija y variable que se paguen en un momento dado y su posible evolución; es decir las posibilidades de adquirir créditos bancarios.
2. Lo que Keynes llama eficacia marginal del capital que depende de las previsiones de beneficios y del costo de reposición de los bienes del capital, o sea la ganancia esperada por los empresarios.
3. El movimiento del mercado de valores que se observa en las cotizaciones cotidianas de la bolsa de valores (analizar tendencias).
4. La situación general de la economía y sobre todo sus posibilidades de desarrollo; es decir, las perspectivas tanto en el corto como en el largo plazo.
5. La política financiera que siga el estado, especialmente lo referente al mercado de valores, ya que muchas veces se modifica la legislación financiera volviéndose más flexible o más rígida.

En síntesis, el mercado de capitales es sumamente inestable y la oferta y la demanda cambian continuamente debido a una gran cantidad de factores no sólo económicos, sino políticos, sociales y aún psicológicos.

1.3. Herramientas de Conducción de la Política Monetaria Realizadas por el Banco Central.

El Banco Central es el organismo encargado de realizar las políticas y monetarias en un país, tiene varias herramientas mediante las cuales influye indirectamente, en mayor o menor grado, a la cantidad de dinero en la economía y

³¹ *Ibidem.*, pág. 275.

al nivel general de las tasas de interés. Estas herramientas son: "los requerimientos de reserva, operaciones de mercado abierto, acuerdos de recompra de mercado abierto y la tasa de descuento. Todas estas, representan las principales formas en que el Banco de México interactúa con los bancos comerciales en el proceso de creación de dinero."³²

➤ RESERVA DE LOS BANCOS.-

Juegan un papel importante en el sistema Bancario y Monetario Mexicano y, están relacionadas con el crecimiento de la oferta de dinero. Por lo general, "entre más alta sea la tasa de crecimiento de las reservas, mayor será la tasa de cambio en la oferta de dinero".³³

En México se opera con un sistema de reservas bancario fraccional, lo que significa que un banco debe guardar o "reservar" alguna parte de los fondos que depositan los ahorradores en una forma aprobada por el Banco de México. Por consecuencia, un banco puede prestar a los prestatarios solamente una parte de lo que reciben como depósito.

Por otra parte, "la relación de las reservas obligatorias de los depósitos, es la relación de las reservas requeridas".³⁵ Un banco debe mantener las reservas requeridas, ya sea como efectivo o depósitos en el Banco Central. Un banco tiene exceso de reservas si sus reservas son mayores a lo que requiere el Banco Central y las reservas totales de un banco son iguales a sus reservas requeridas más cualquier exceso de las mismas.

Debemos comentar que, un banco cuyas reservas actuales caen por debajo de los niveles requeridos pueden pedir prestado exceso de reservas de otros bancos, o pueden pedir reservas prestadas del Banco Central mismo.

³² Banco de México. Informe Anual 1998, Banxico, México, Pág. 2. (introducción).

³³ Fabozzi y Modigliani. Mercados e Instituciones Financieras, Ed. Prentice Hall, USA, 1990, pág. 90.

³⁵ Ibidem.

En un contexto de economía abierta, es decir en el contexto económico internacional actual, la ausencia de requerimientos de reserva ha sido un factor en el crecimiento del comercio de las monedas internacionales, (dólares americanos y las euromonedas). "Mientras que los bancos obtienen una ventaja competitiva evitando el impuesto que representan las reservas requeridas, existe un costo social en términos de reducción de la estabilidad del sistema bancario. Sin embargo, la actuación concertada internacional está boqueada por las dificultades políticas y técnicas de llegar a un acuerdo sobre el establecimiento de regulaciones uniformes a nivel internacional, y por la insistencia de algunos países a limitar el negocio bancario mediante regulaciones restrictivas."³⁶

➤ OPERACIONES A MERCADO ABIERTO.-

El balance del banco central es tan importante, porque las variaciones de los activos del banco central modifican la oferta monetaria en el mismo sentido. Por ejemplo, cuando el banco central compra un activo a los particulares, su pago, independientemente de si es efectivo o mediante cheque, pasa directamente a formar parte de la oferta monetaria. La oferta monetaria disminuye cuando el banco central vende un activo a los particulares, porque el dinero que recibe queda fuera de circulación, reduciendo el pasivo del banco central respecto a los particulares. Lo anterior se da en operaciones bancarias de mercado abierto.

Por definición, "las operaciones de mercado abierto suponen la compra o venta de activos internos, pero las transacciones oficiales de reservas tienen el mismo efecto en la oferta monetaria"³⁷. También, debido al efecto multiplicador del dinero bancario cuando el banco central compra activos, el incremento resultante de oferta es superior a dicha compra de activos. La existencia de ese efecto multiplicador confirma la conclusión más importante sobre el tema: "cualquier

³⁶ Krugman, P. Economía Internacional, Ed. Mac Graw-Hill, España. 1995, pág. 795.

³⁷ Krugman, P. Op.cit., pág. 585.

compra de activos por el banco central se traduce automáticamente en un aumento de la oferta monetaria interna, mientras que cualquier venta de activo por parte del banco central se traduce en una disminución de la oferta monetaria.³⁸

Ahora bien, en México el Banco Central en su autoridad para conducir las operaciones de mercado abierto que puede comprar y vender, en mercados de deuda abiertos, valores de gobierno para su propia cuenta. Estos valores pueden ser: certificados de la tesorería (CETES) u otras obligaciones (Tesobonos, Bondes, etc.).

El Banco Central en México, Banxico, prefiere utilizar CETES, debido a que en ese mercado puede hacer sus transacciones sustanciales, sin afectar seriamente los precios o rendimientos de los bancos. Cuando compre o vende, el Banco Central, lo hace a los precios y tasas de interés que prevalecen en los mercados de deuda.

Las partes de las transacciones del Banco Central pueden ser bancos comerciales u otros agentes financieros. Cabe señalar que, mediante este tipo de operaciones de compra-venta de valores, el Banco Central influye sobre el cambio de las tasas de crecimiento de la fuente de dinero.

Las compras del Banco Central aumentan la cantidad de reservas del Sistema Bancario. Si el vendedor es un banco comercial, altera la composición, pero no el total de sus activos intercambiando los valores por reservas en el Banco Central. Si el vendedor no es un banco comercial, gran parte del monto que el Banco Central pagó será, probablemente, depositado en un banco comercial. El banco que reciba el depósito experimentará un aumento en sus pasivos (el depósito del cliente) y en activos (el crecimiento de su cuenta ante el Banco Central). En ambos casos, el procedimiento de vender los valores al Banco Central aumenta las reservas del Sistema Bancario.

³⁸ *Ibidem.*

En forma inversa, la venta de CETES por parte del Banco Central reduce la oferta de dinero (o su tasa de crecimiento), debido a que los fondos que pagan los promotores de valores por los valores gubernamentales vienen de depósitos bancarios o, si los promotores son bancos comerciales, de las propias cuentas de éstos una reducción en los depósitos disminuye las reservas y deja al Banco comercial con menos que prestar.³⁹

➤ ACUERDOS DE RECOMPRA EN MERCADOS ABIERTOS.-

“El Banco Central emplea, frecuentemente, variantes de la simple compra y venta en mercados abiertos, a eso se le llama acuerdos de recompra (o reporto⁴⁰ y reporto inverso). El Banco Central efectúa estas transacciones, que son de hecho, más comunes que las compras o ventas definitivas, con grandes promotores de valores gubernamentales y, en ocasiones, con bancos centrales de otros países.”⁴¹

En un acuerdo de compra el Banco Central adquiere una cantidad determinada de valores de un vendedor, que acuerda volver a comprar la misma cantidad de valores por un precio mayor en un momento futuro, que es, por lo general, de unas cuantas semanas. La diferencia entre el precio original y el precio de recompra es el retorno al Banco Central, por permitir que el promotor tenga el dinero en efectivo por la duración del acuerdo.

En un reporto inverso (también conocido como venta casada), el Banco Central vende valores y hace un compromiso de recomprarlo después a un precio más alto. La diferencia entre los dos precios es el costo para el Banco Central de los fondos y el retorno al comprador por haber prestado dinero.

³⁹ *Ibidem.*, pág. 99.

⁴⁰ Transacción de compra-venta que involucra una venta acoplada con un acuerdo de recompra a un precio mayor, determinado en una fecha futura específica.

⁴¹ Fabozzi y Modiglianni. *Op.cit.*, pág. 92.

El banco central mexicano usa los reportos y los reportos inversos para solventar un cambio temporal en el nivel de reservas del sistema o para responder a un evento que dicha institución piensa tendrá un efecto significativo pero que no durará mucho.

➤ **TASAS DE DESCUENTO.-**

Sí un banco comercial pide prestado al Banco Central se dice que usa la "ventanilla del descuento", préstamos que están respaldados por los colaterales del banco comercial. La tasa de interés de estos préstamos es la tasa de descuento, puesta a determinado nivel por el Banco Central; conforme la tasa sube, los bancos comerciales están menos deseosos de pedir prestado, y una tasa ascendente los motiva a realizar lo contrario. El flujo de estos préstamos tiene muy poco impacto sobre el dinero que los bancos comerciales tienen y pueden prestar y, por consiguiente, en la oferta de dinero.

Algunas veces las variaciones de la tasa de descuento son una indicación de la evolución política monetaria del banco central; otras, la tasa se ajusta a la evolución de los tipos de interés de mercado, aunque normalmente con un desfase.

Así pues, "un incremento de las reservas prestadas eleva la base monetaria lo mismo que una operación de mercado abierto"⁴². Sin embargo, si el banco central desea aislar la base monetaria de las variaciones causadas por el incremento de los préstamos, lo único que tiene que hacer es realizar una venta de mercado abierto que lo contraste. Incluso aunque los bancos pidan muchos préstamos en la ventanilla de descuento, el banco central puede fijar la base monetaria en el nivel que desee.

Hay un acuerdo general en que la tasa de descuento es la herramienta menos efectiva que dispone el Banco Central, y su uso en la política monetaria ha

⁴² Dornbusch, R. Macroeconomía de una Economía Abierta, Antoni Bosch. Usa, 1989, pág. 325.

disminuido con el paso del tiempo. Actualmente, los cambios en las tasas de descuento funcionan principalmente como las señales públicas del Banco Central, acerca de su intención de cambiar la tasa a la cual está creciendo la oferta de dinero.

CAPÍTULO 2

INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO (1997-1998)

2.1. Concepto y Cotización de Tipos de Cambio.

Habiendo visto, en el primer capítulo de esta investigación, cómo las transacciones del Banco Central en el mercado de divisas afectan a la oferta monetaria, podemos comentar ahora cómo este banco fija el tipo de cambio de su moneda mediante intervenciones en el mercado de divisas.

El tipo de cambio para una economía abierta está determinado por los requerimientos del equilibrio del mercado de activos o del mercado de valores;⁴³ Es decir, el tipo de cambio depende, en el largo plazo, de la cuenta corriente. Si el Banco Central interviene en el mercado de cambios comprando o vendiendo divisas el stock primario tendrá los siguientes efectos: "si vende divisas se reduce el stock de dinero primario, mientras que una compra lo aumentará; esto es importante en virtud de que indica la existencia de un proceso de ajuste automático para el equilibrio externo. En los países de déficit la oferta monetaria será regresiva, mientras que en los países con superávit será expansiva".⁴⁴

Para mantener el tipo de cambio constante, un banco central debe estar dispuesto a intercambiar divisas a un tipo de cambio fijo con los otros agentes que intervienen en el mercado. El banco central sólo puede tener éxito en su intento de mantener el tipo de cambio fijo, si sus transacciones financieras aseguran que los mercados permanecen en equilibrio cuando el tipo de cambio está en su nivel fijado.

⁴³ Dornbusch, Rudiger. La Macroeconomía de un aEconomía Abierta., Ed. Antoni Bosch, Barcelona, 1988, Pág. 269.

⁴⁴ Ibidem., Pág. 29.

Un tipo de cambio es la cantidad de una moneda que puede ser intercambiada por una unidad de otra moneda. De hecho, el tipo de cambio es el precio de una moneda en términos de otra moneda. Dependiendo de las circunstancias, uno puede definir una moneda por el precio de otra; por lo tanto, los tipos de cambio pueden ser cotizados en "ambas direcciones."⁴⁵

Las cotizaciones de los tipos de cambios pueden ser *directos o indirectos*. La diferencia depende en identificar una moneda como el tipo de cambio local y la otra como el tipo de cambio extranjero. Por ejemplo, desde la perspectiva de un participante norteamericano, cambio local sería el dólar de Estados Unidos y cualquier otro tipo de moneda, como los pesos mexicanos, serían el tipo de cambio extranjero. Una cotización directa es el número de unidades de tipo de cambio local intercambiables por una unidad de un tipo de cambio extranjero.

Dada una cotización directa, podemos obtener una cotización indirecta (que es simplemente el recíproco de la cotización directa), y viceversa. Por ejemplo, supongamos que a un participante norteamericano le es dada una cotización directa de \$0.7880 dólares de su país por un franco suizo. Esto es, el precio de un franco suizo es de \$0.7880. El recíproco de la cotización directa es de 1.2690, que sería la cotización indirecta para el participante norteamericano, es decir, un dólar puede ser cambiado por 1.2690 francos suizos, el cual es el precio en francos suizos de un dólar.⁴⁶

➤ **Mecanismos para la venta de dólares.**

La Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México, a cuyo cargo está la determinación de la política cambiaria del país, consideró que la importante acumulación de reservas lograda a través del mecanismo de opciones, así como las cantidades que previsiblemente se están acumulando por ese y otros medios,

⁴⁵ Fabozzi y Modigliani. Op.cit., pág. 652.

⁴⁶ Ibidem.

permitían la adopción de un mecanismo de venta de dólares tendiente a moderar la volatilidad del tipo de cambio.

Bajo dicho esquema, el Banco de México subasta todos los días entre los bancos, 200 millones de dólares con un precio mínimo equivalente al resultado de multiplicar por 1.02 el tipo de cambio que el Banco de México publique en el Diario Oficial de la Federación el día de la subasta. Las subasta se presenta en tres sesiones: en la primera se reciben posturas entre las 9:00 y 9:15; la segunda opera de 11:00 a 11:15 y la última entre 13:00 y 13:15. Cuando en cualquiera de los tres horarios en que se divide la subasta se tenga asignación, el precio mínimo para el día hábil bancario siguiente resultaría el de multiplicar por 1.02 el tipo de cambio promedio ponderado obtenido en la última subasta.⁴⁷

Se considera que este esquema tiende a moderar la volatilidad del tipo de cambio, preservando a la vez el principio del régimen de flotación de no predeterminar el nivel del tipo de cambio.

2.2. Estructura de las Tasas de interés.

La estructura de la tasa de interés, en general, se puede estudiar como el tipo de rendimiento que genera cada inversión. Es decir, que hay una tasa de interés para cada tipo de inversión; esta diferenciación en las operaciones se deben al tiempo, cantidad monetaria ahorrada, régimen fiscal, tipo de inversión, etc. Dentro de las que podemos resaltar están: por tipo de operación: activa y pasiva; por régimen fiscal: brutas y netas; por su costo de rendimiento: nominales y reales y; por tiempo de duración de la inversión: corto y largo plazo. Por la complejidad con la cual está determinada cada tasa de rendimiento, sólo nos concentraremos en lo que es la tasa activa y pasiva.

⁴⁷ Banco de México. Internet, Mecanismos para la Venta de Dólares, Dirección: sidauoui.banxico.org.mx, México, 1999.

Con el objeto de delimitar el problema, veamos como se definen exactamente las dos tasas anteriormente mencionadas. "La tasa pasiva: es la que pagan las instituciones financieras tanto bancarias como no bancarias a los ahorradores. Por su parte, la tasa activa es: la cobrada por los intermediarios financieros a los usuarios de crédito. La tasa activa depende de la tasa pasiva más los gastos de administración del capital."⁴⁸

En el caso de México nos encontramos con que el Banco de México es el encargado de la fijación de la tasa de interés, la cual es la misma para todas las instituciones bancarias, sin embargo, el mismo organismo central es el encargado de fijar las sobretasas máximas que se pueden aplicar a las tasas pasivas y que al final de cuentas son las que marcan la diferencia entre las tasas que presentan las diferentes instituciones financieras.

Las sobretasas cobran vital importancia para conocer la tasa pasiva, en virtud de que, cada ahorrador tomará la decisión de invertir su capital, en la institución que él considere su mejor opción en cuanto a su rendimiento, por ello se debe dejar muy claro qué son y cómo funcionan.

Para resaltar la importancia de las sobretasas, es menester subrayar la diferencia entre las dos tasas pasivas que se ofrecen en el mercado, las cuales están marcadas por el régimen fiscal. Por un lado tenemos la tasa nominal neta, la cual es la tasa nominal bruta menos los impuestos, dicho de otra manera, es lo que realmente está obteniendo el dueño del capital por sus ahorros. La sobretasa la definiremos como "un porcentaje anual pagado por las instituciones financieras a partir del 19 de junio de 1973 y las cuales son exentas del impuesto sobre la renta, además de que sólo pueden ser pagadas a personas físicas".⁴⁹

⁴⁸ Fabozzi y Modiglianni. *Op.cit.*, pág. 228.

⁴⁹ Romero Casajuana, Antonia. Tasas de Interés Pasivas e Instrumentos de Captación de la Banca Privada y Mixta. BANXICO, México, 1995, pág. 18.

De lo anterior podemos resumir que la tasa nominal más la sobretasas, nos da como resultado el rendimiento neto total devengado por los inversionistas. Así mismo por otro lado, la tasa nominal bruta más la sobretasa, nos da como resultado el costo de captación para las instituciones crediticias.

Con lo anterior, podemos inferir que: "la tasa pasiva, teóricamente, es la encargada de regular el mercado financiero, debido a que los intermediarios financieros se basarán en ella para poder fijar la tasa activa."⁵⁰

En una economía abierta, cuando hay una deflación de la moneda producto de un nulo crecimiento del crédito, la manera de compensar este problema es provocar el ingreso de dinero al país a través de la creación de dinero exterior; lo anterior se logrará reduciendo la tasa de depreciación de nuestra moneda, ya que este efecto creará una diferencia en los tipos de interés a favor de nuestro país, creando con esto el ingreso de capitales foráneos.⁵¹

2.3. Base Monetaria.

La política monetaria y las acciones del Banco de México se concentran frecuentemente en lo que son llamados "agregados monetarios". El objetivo de los agregados monetarios es medir la cantidad de dinero disponible en la economía en cualquier momento.

El agregado monetario más fundamental es la base monetaria. También mencionada como "dinero de alto poder", la base es definida como la moneda en circulación (o monedas y billetes de la reserva federal en manos del público) más las reservas totales del Sistema Bancario.

⁵⁰ **Ibidem.**

⁵¹ Dornbusch, Rudiger. **Op.cit.**, Pág. 255.

Los instrumentos que sirven de medios de intercambio, la moneda y los depósitos de demanda, están incluidos en un agregado monetario al que a veces se hace referencia como la medida estrecha de la oferta de dinero, y es etiquetada como M1. Por lo tanto, M1 mide la cantidad del medio de intercambio en la economía.⁵²

M2 es un agregado más exclusivo, debido a que toma en cuenta todos los instrumentos que sustituyen al dinero en su capacidad de almacenar valor. Por tanto, M2 es definido como M1 más todos los pesos invertidos en los fondos mutuales del mercado de dinero al menudeo, más algunas cuentas adicionales, como los acuerdos de recompra a un día.

Algunos analistas también observan los desarrollos en otros dos agregados monetarios, que son etiquetados como M3 y L (activos líquidos). Estos agregados son iguales a M2 más otros determinados activos financieros, incluyendo los depósitos a largo plazo, el papel comercial, las aceptaciones bancarias y algunos valores gubernamentales.⁵³

Hoy en día, estando en auge la macroeconomía de economía abiertas, en todos los modelos la base monetaria y el multiplicador son dos factores más importantes, que utiliza el Banco Central o la autoridad monetaria correspondiente, para determinar el nivel y las variaciones de la oferta monetaria. "En general, las tendencias de mediano y largo plazo de la oferta monetaria se explican preponderantemente por la tendencia de la base monetaria; las variaciones del multiplicador, por su parte, explican la mayor parte de las variaciones de la oferta alrededor de esa tenencia de mediano o largo plazo".⁵⁴

⁵² Fabozzi y Modigliani. Op.cit., pág. 94.

⁵³ Ibidem., pág. 95.

⁵⁴ Diz, Adolfo. Oferta Monetaria. Texto provisional, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1975, Pág. 69.

2.4. Manejos y Ajustes de Política Monetaria en México durante 1997-1998.

2.4.1. Manejos y Ajustes durante 1997.⁵⁵

Si bien, durante 1997 no se presentaron situaciones que necesitaran un cambio en la postura del Banco de México en cuanto a políticas monetarias agresivas, es decir el uso de "cortos" y "largos", dicha institución tuvo que realizar ciertos ajustes a la mencionada política monetaria. La razón de ello fue que en algunas ocasiones las tasas de interés no se comportaron conforme a lo previsto, dadas las condiciones existentes en los mercados financieros internacionales.

En particular, durante el primer semestre de 1997 hubo lapsos en que la cotización de la moneda nacional se apreció en respuesta a incrementos de la oferta de divisas en el mercado cambiario. Sin embargo, en algunos de esos episodios las tasa de interés interbancarias no sólo bajaron, sino que incluso llegaron a subir. Esto sucedió a finales de marzo, inicios de abril y finales de junio del mismo año.

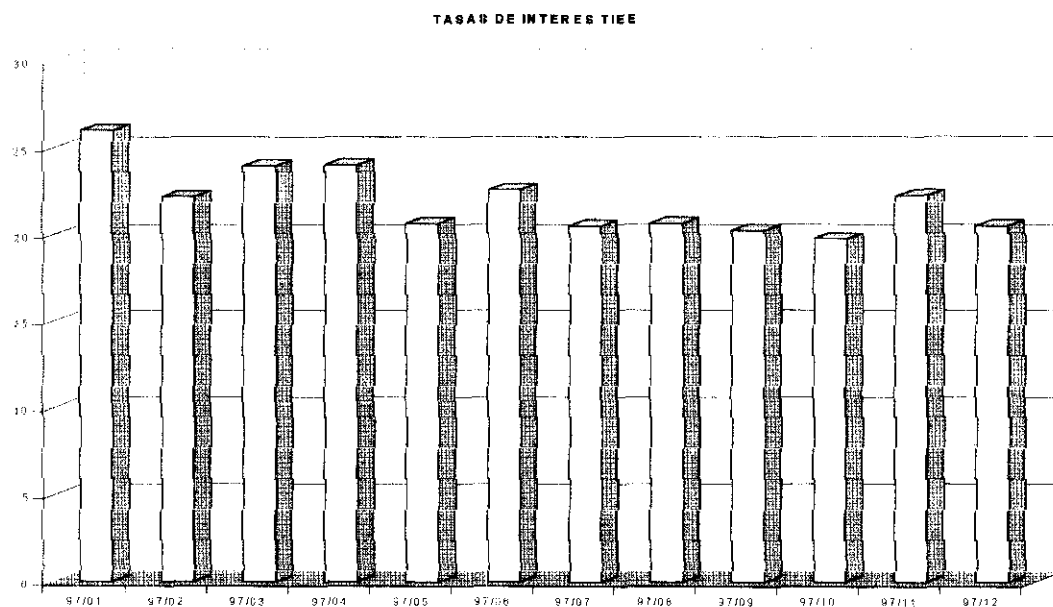
Los movimientos anormales entre tasas de interés y tipo de cambio, que se observaron durante el primer semestre de 1997, se debieron a:

- La rápida acumulación de activos internacionales netos, a partir de 1996 y, en particular, en el lapso mencionado de 1997.
- Al surgimiento de circunstancias que transitoriamente redujeron el grado de competencia en el mercado de dinero a muy corto plazo.

La rápida acumulación de activos internacionales netos llevó al Banco de México a contraer su crédito interno neto, pues de otra manera se hubiese creado excesos de oferta de dinero que habrían redundado en mayores niveles de inflación y en elevaciones de la tasa de interés, nominales y reales. Eso hizo que,

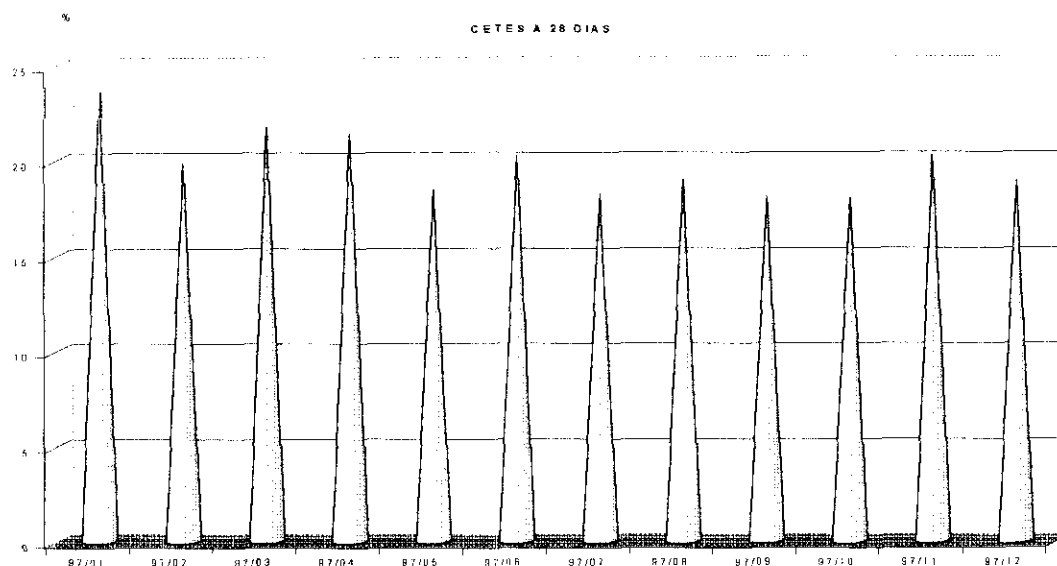
⁵⁵ Este apartado es elaborado en base al Informe Anual 1997, del Banco de México, Pags. 99-120.

desde inicios de 1997 el saldo del crédito interno neto del Banco de México se convirtiera en negativo. Para retirar el exceso de liquidez derivada de la acumulación referida, el Banco Central captó depósitos de los bancos y vendió valores gubernamentales; así, la posición financiera del Banco de México con respecto al resto de la economía interna pasó de ser acreedora neta a deudora neta, en tanto que se incrementó la posición acreedora neta del Instituto Central frente al exterior.



Fuente: Cuadro elaborado con base a datos del Banco de México, Informe Anual 1997.

A finales de marzo e inicios de abril de 1997 de ese año. Las tasas de interés interbancarias y la TIE empezaron a subir de manera desproporcionada, a pesar de que la cotización del peso se estaba apreciando y que las tasas de interés de los CETES se encontraban, relativamente, estables.



Fuente: Gráfica elaborada con datos tomados del Informe Anual, 1997 del Banco de México.

Esta incongruencia en los movimientos de las tasas de interés y del tipo de cambio fue el resultado de que:

- Los depósitos que la banca estaba constituyendo en el Banco de México no tenían mercado secundario, por lo que no eran líquidos.
- En algunas ocasiones la liquidez quedó concentrada en pocas instituciones de crédito. Mismas que aprovecharon las circunstancias para actuar en el mercado de dinero conforme a estrategias que les permitieron obtener mayores rendimientos sobre sus depósitos en el Banco de México; rendimientos que no se sustentaban en la situación subyacente de los mercados financieros.

Ante esta situación, el Banco de México aplicó diversas acciones tendientes a restablecer el buen funcionamiento del mercado de dinero. Las medidas referidas fueron las siguientes:

- 1) Incrementar su captación de recursos, a través de la venta de valores gubernamentales (en directo y mediante reportos) y, disminuir su captación mediante depósitos de las instituciones de crédito. Esta medida contribuyó a disminuir los precios alcistas sobre las tasas de interés interbancarias, no sólo porque se eliminó la prima por liquidez, que las instituciones trataban de obtener del Banco de México, sino también debido a que el nuevo mecanismo permitía participar en las operaciones de mercado abierto del instituto emisor a bancos que en el momento de la subasta no contaban con saldos excedentes.
- 2) Se ajustaron algunos elementos del régimen de encaje promedio cero, ampliando el tope máximo de los saldos negativos que las cuentas de las instituciones de crédito en el Banco de México pueden alcanzar cada día sin causar intereses, para ser compensados con saldos positivos que se generen otros días. Esta medida favoreció relativamente a los intermediarios de menor tamaño.
- 3) Para reforzar las medidas descritas, en una ocasión el Banco de México fijó un techo a la tasa de interés aplicable a sus operaciones pasivas a plazo de 24 horas. El citado límite se mantuvo vigente tan sólo durante un día, pues esta situación, junto con las antes referidas, fue suficiente para restablecer rápidamente el orden en el mercado de dinero.

Después de que el Banco de México adoptó estas medidas, las tasas de interés se ajustaron a la baja. El efecto positivo que tuvieron las políticas instrumentadas se debió a que su aplicación fue interpretada por el mercado como una señal del Banco Central de que, a su juicio, las tasas de interés de muy corto plazo habían llegado a niveles excesivos.

Finalmente, la fijación de un techo para las tasas de interés contribuyó a lograr el efecto deseado, sin embargo, es de señalar los inconvenientes de usar esa medida en forma frecuente o constante: durante su vigencia, se suprime por

completo la influencia de las fuerzas de mercado en la determinación de las tasas de interés, pudiendo dañarse el papel que estas desempeñan en la captación y asignación de recursos y en el equilibrio de otros mercados.

Por otra parte, ante las fuertes presiones sobre el peso, las medidas cambiarias, dado el régimen cambiario durante 1997 fueron:

- Se aceptó un "movimiento brusco" de la cotización cambiaria nominal, cuyo efecto sobre la inflación dependió del rezago del tipo de cambio real. Independientemente del nivel de tipo de cambio de "equilibrio" en los períodos de afluencia de capitales, se estimó que ese rezago ascendió a 10.8% (en abril de 1997 con respecto a julio de 1995).
- Se vendió dólares en el mercado mediante los mecanismos de subasta, lo que implicó una reducción del saldo de reservas internacionales. El efecto monetario de la desacumulación de reservas internacionales pudo compensarse con una expansión del crédito interno. Esta opción, inicialmente, tuvo el riesgo, como se registró durante 1994, de alentar la salida de capitales, aunque este fenómeno no se presentó en el año 1997.
- Se vendió dólares, mediante los mecanismos de subastas sin expandir el crédito interno. De tal manera que se evitó una salida de capitales. Esa política tuvo efectos recesivos en la economía.
- Se esperó a que el mercado corrija paulatinamente los desajustes del tipo de cambio real, sin los consecuentes riesgos sobre la estabilidad.

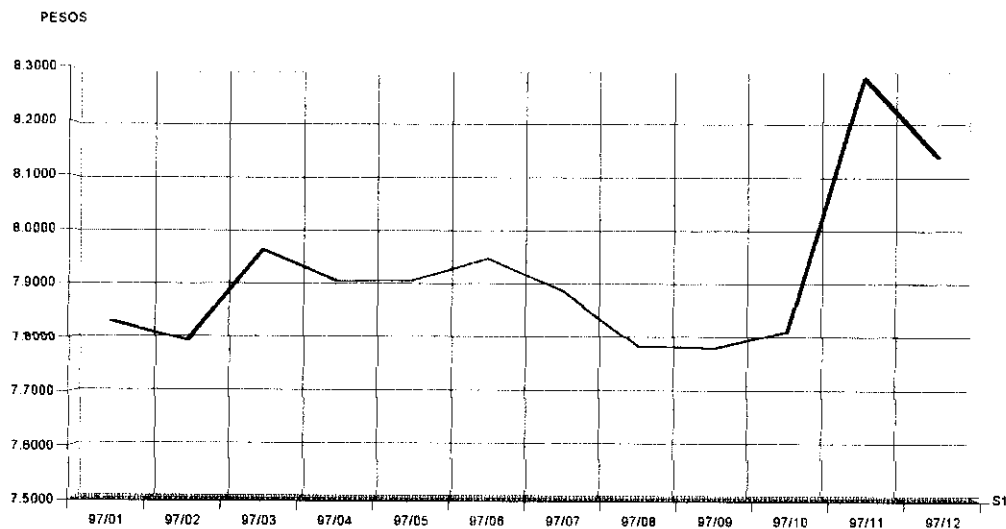
Con el propósito de evaluar la viabilidad de esta última opción, se consideraron los siguientes supuestos :

- Mientras que continúe la afluencia de capitales, seguirá la presión para que se aprecie el tipo de cambio real, supuesto que se valida con el comportamiento del tipo de cambio durante 1996 y 1997. En enero de 1996-abril de 1997 la apreciación real ascendió a 20 %.

- La volatilidad del tipo de cambio tiene las siguientes características: La volatilidad varía con el tiempo, es factible pronosticar la volatilidad y; cuando la volatilidad es baja (alta), los pronósticos de la volatilidad implican una volatilidad también baja (alta).

Esos supuestos se pueden verificar al analizar la volatilidad diaria del tipo de cambio de enero de 1994 a abril de 1997. En los últimos tres años hubo dos períodos de elevada volatilidad (diciembre 1994-marzo 1995 y octubre-noviembre de 1995), cuando la depreciación acumulada en ambos períodos fue 115.9%. Por contra, en los otros veintidós meses de ese lapso la depreciación mensual acumulada fue 5.9% (0.27% por mes).

TIPO DE CAMBIO PARA SOLVENTAR OBLIGACIONES EN MONEDA EXTRANJERA (VENTA)



Por otra parte, el Banco de México ratificó la vigencia del régimen de tipo de cambio flexible. En su informe, Banxico indica que esta política ha mostrado ser la más adecuada, ya que la volatilidad del tipo de cambio se redujo sensiblemente entre 1996 y 1997.

Ante la evolución del tipo de cambio, la liquidez en los mercados financieros y la conveniencia de seguir acumulando activos internacionales netos, durante 1997 la Comisión de Cambios decidió ampliar en dos ocasiones el monto del mecanismo de opciones para las compras de moneda extranjera por parte de Banxico. Con ello, durante sus doce primeros meses de operación, el mecanismo de opciones permitió acumular divisas por 4,036 mdd.

La relativa estabilidad del tipo de cambio nominal durante 1996 y 1997 con tendencia a la apreciación, obedece, entre otros factores, al creciente ingreso de capitales del exterior. Para evitar dicha apreciación, Banxico acumuló reservas internacionales a la par que neutralizó la expansión monetaria resultado de la adquisición de divisas. Sin embargo, esta política no se puede hacer indefinidamente, ya que tiene implicaciones negativas, tales como impedir aprovechar el ahorro externo para el desarrollo de la economía nacional.

Es por ello que Banxico decidió abrir la posibilidad de dejar "largo" al sistema. Sin embargo, este mecanismo sería ineficaz para evitar la apreciación del tipo de cambio provocada por la entrada de inversión extranjera directa o la que se dirige a la BMV o por endeudamiento externo, ya que estas entradas responden a factores que prácticamente no son afectados por la política monetaria. Esta sólo puede influir sobre los capitales que se invierten a corto plazo en el mercado de dinero.

Por otro lado, el déficit en Cuenta Corriente manifestó una coincidencia con la apreciación del tipo de cambio real, pues ambos fenómenos son, por lo general, manifestaciones de una misma causa: entradas netas de capital externo. Por ello,

la capacidad de la política monetaria para afectar el saldo de la cuenta corriente depende en lo fundamental de su efectividad para modificar las entradas de capital. Es importante mencionar que ningún régimen cambiario garantiza un cierto nivel del tipo de cambio real debido a que, en el largo plazo, éste responde a la evolución de los fundamentos de la economía y no a manipulaciones monetarias.

El comportamiento cambiario, que no tuvo sobresaltos pese a las presiones extranjeras, fue resultado de la entrada de capitales extranjeros que reaccionaron de esta manera ante la baja de las tasas de interés en Estados Unidos y perspectivas que no indicaban cambios de importancia hasta finales de septiembre. Sin embargo, en las sesiones siguientes el mercado cambiario reaccionó de inmediato a las medidas adoptados por el Banco de México, que dan posibilidad de usar una política monetaria más flexible cuando lo ameriten los niveles de apreciación del peso.

2.4.2. Manejos y Ajustes Durante 1998.⁵⁶

En enero de 1998, el Banco de México dio a conocer su programa Monetario, el cual tenía como meta coadyuvar al abatimiento de la tasa de inflación a 12% al cierre del año. Los elementos del Programa fueron los siguientes:

En primer lugar, El Banco de México se comprometió, como regla general, a ajustar diariamente la oferta de dinero primario en forma que dicha oferta correspondiera a la demanda de la base monetaria. Para que el público contara con un elemento adicional de información y análisis, el Banco Central decidió divulgar la trayectoria diaria esperada de la base monetaria para todo el año. Como complemento a lo anterior, se incorporaron en el Programa Monetario límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto y, compromisos de acumulación mínimos de activos internacionales netos.

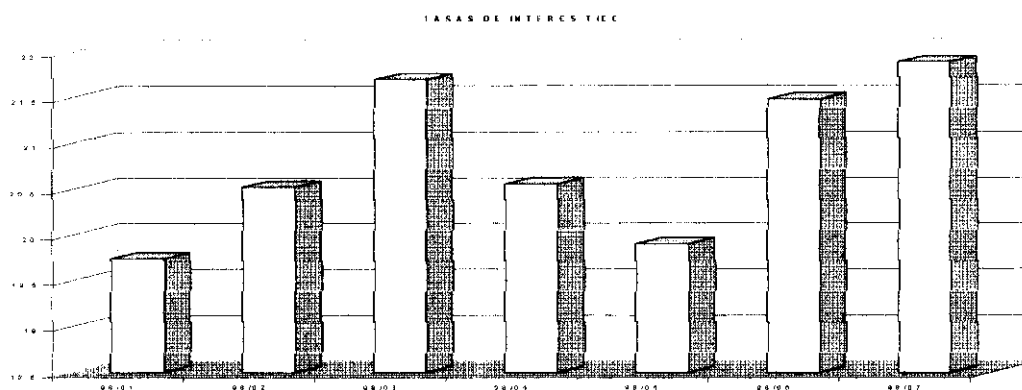
⁵⁶ Este apartado es elaborado en base al Informe Anual, 1998, del Banco de México, Págs. 80-135.

En segundo lugar, el Banco de México se reservó el derecho de restringir la postura de política monetaria, en caso de que se presentaran circunstancias inesperadas que así lo aconsejan.

Por último, el Banco de México, enfatizó que se mantendría vigilante para detectar cambios súbitos en el entorno económico que pudieran afectar a nuestra economía y, en particular, a la inflación.

Al inicio del año, los mercados financieros nacionales reaccionaron a la crisis asiática, a la expectativa de que ésta se profundizara más y al deterioro del mercado petrolero. Así, las inquietudes consecuentes contrajeron, durante los dos primeros meses el año, la entrada de capitales del exterior y generaron una importante depreciación del peso. Ello deterioró las expectativas inflacionarias, que se vieron afectadas aún más a inicios de marzo, cuando se dio a conocer el impacto inflacionario que había tenido la elevación de los precios de la tortilla y la masa, ocurrida en febrero. Por lo que, a mediados de marzo de 1998, el Banco de México decidió restringir la política monetaria, con objeto de corregir el deterioro que estaban teniendo las expectativas. En esta ocasión, el instituto emisor impulsó un corto de 20 millones de pesos; Esta medida equivale a que el Banco Central opere con un objetivo de saldos acumulados negativos, ejerciendo una influencia sobre el alza de las tasas de interés.

A partir de finales de mayo, el entorno internacional se deterioró significativamente. Presiones sobre monedas de Hong Kong y China, así como las dificultades de Japón por estimular su economía, impactaron a economías emergentes como la mexicana al contraerse los flujos de capitales. El resultado fue una mayor presión sobre el tipo de cambio, lo que a su vez incidió sobre las expectativas inflacionarias. Estas se vieron impactadas nuevamente a finales de junio por un segundo incremento al precio de la tortilla y masa; en respuesta el Banco de México decidió restringir aún más su postura de política monetaria, aumentando el corto de 20 a 30 millones de pesos.



Fuente: Gráfica elaborada con datos del Informe Anual, 1998, del Banco de México.

Las tasas de interés de corto plazo respondieron al alza, aunque el efecto de corto se fue diluyendo después de algunas semanas. Esto coincidió, durante julio, con una apreciación temporal del tipo de cambio.

El 19 de agosto de 1998, el Banco de México, decidió incrementar el corto de 30 a 35 millones de pesos, en respuesta al efecto en las expectativas inflacionarias que causaron la depreciación de la moneda nacional, debido al impacto de la crisis financiera rusa.

Una semana después, el Banco Central procedió a restringir aún más la política monetaria, aumentando el corto de 50 a 70 millones de pesos. En esta ocasión, las tasas de interés del mercado interbancario no reaccionaron inmediatamente al alza. Parte de este fenómeno inusual se explica por el uso excesivo que algunas instituciones bancarias estaban realizando de las facilidades del crédito intradía, que el Banco de México ofrece a través del sistema de pagos de uso amplio (SPEUA). De ahí que, un día después, el Banco Central haya reducido dicha capacidad de crédito.

Para fortalecer el débil efecto que tuvo sobre las tasas, la segunda modificación del corto durante agosto, y aprovechando que transitoriamente el

Banco de México tenía que reponer faltantes de liquidez al mercado, a partir del 21 de agosto y por los siguientes tres días hábiles, el Instituto Central decidió establecer, para sus operaciones, una tasa mínima de 27%.

Con el agravamiento de la situación externa, el Banco de México anunció, a finales de agosto, que a partir del 2 de septiembre las instituciones de crédito quedaban obligadas a constituir depósitos en el Banco Central a un plazo indefinido, a razón de 1250 millones de pesos por día hábil, hasta alcanzar un monto acumulado de 25000 millones de pesos. Dichos depósitos devengarían una tasa de interés equivalente a la TIIE a 28 días; la distribución de dichos depósitos entre las instituciones de crédito se harían en función de sus pasivos totales al cierre de junio. Acto seguido, el Banco de México repondría toda la liquidez que llegase a retirar por virtud de la constitución del mencionado depósito, mediante operaciones de mercado abierto a muy corto plazo.

Conjuntamente con la adopción de los depósitos obligatorios, se tomó otra medida para atacar un problema adicional: ante el sustancial incremento, durante agosto, en la volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés, la demanda por valores (gubernamentales y privados) a plazos mayores se contrajo substancialmente. Ello motivó al Banco de México a dar facilidades a los participantes en los mercados financieros en el reacomodo de sus posiciones mediante el intercambio (swaps) de flujos a tasa fija o real y por flujos a tasa de interés flexible (TIIE a 28 días).

Como respuesta alas turbulencias financieras que acosaron a los mercados financieros latinoamericanos, el Banco de México aplicó medidas para contener los ataques especulativos.

En apoyo a la intervención en el mercado de cambios, y para mandar una señal clara de que el combate de las presiones inflacionarias se haría primordialmente mediante ajustes a la política monetaria, el Banco de México

decidió restringir adicionalmente, elevando el monto del corto de 70 a 100 millones de pesos. Esta medida contribuyó a revertir la dirección del tipo de cambio y, a estabilizar las expectativas inflacionarias, lo que a la postre facilitó que las tasas de interés comenzaran a descender.

El 30 de noviembre se incrementó el corto a 130 millones de pesos, aunque esta acción fue cualitativamente diferente a las modificaciones anteriores de dicho instrumento, mediante aquéllas se intentó contrarrestar perturbaciones inflacionarias inesperadas; la de finales de noviembre se aplicó con dos propósitos en mente: paliar la revisión al alza de las expectativas inflacionarias, que se dio en respuesta a los ajustes en precios públicos que se anunciaron en ese entonces; y, evitar reacciones desordenadas de precios, para estar en la posibilidad de alcanzar en 1999 la meta de inflación de 13%.

CAPÍTULO 3

CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA MEXICANA ANTE DESEQUILIBRIOS ECONÓMICOS EXTERNOS (1997-1998)

Durante los años de 1997 y 1998, la economía mexicana se vio perturbada por acontecimientos externos, crisis financiera asiática (Efecto Dragón) y crisis financiera rusa (Efecto Vodka), entre otras.

Ante ello, el Banco de México, organismo encargado de la conducción de la política monetaria en nuestro país, instrumentó acciones a fin de cumplir con los objetivos de los criterios de política monetaria, es decir inflación controlada y un crecimiento sostenido de nuestra economía para 1997-1998 respectivamente.

Durante 1997 la economía mexicana se vio afectada por el gran desajuste económico de los países asiáticos, mientras que en 1998 fue la crisis rusa la que afectó nuestra economía. En tal sentido, a continuación, veamos cuales fueron las políticas instrumentadas en cada año y, por ende, acciones que hicieron frente a estos dos desequilibrios económicos externos.

Finalmente y una vez conocidas las políticas monetarias que se instrumentaron en los años de estudio, pasaremos a realizar las perspectivas a mediano plazo que se espera tenga la política monetaria en nuestro país.

Antes de realizar el análisis arriba propuesto, es menester conocer los programas monetarios que se tenían contemplados en los años 1997 y 1998.

3.1. Programa monetario 1997.⁵⁷

Los lineamientos del Programa Monetario implementado por el Banco de México, durante 1997, tenía como objetivo coadyuvar el abatimiento de la tasa anual de inflación a 15% al cierre de 1997. Los componentes del citado programa fueron los siguientes:

1. El Banco de México se comprometió a no efectuar operaciones de mercado abierto, con el objeto de generar saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva con las instituciones de crédito; es decir, el instituto central se comprometió a no usar "largos".

Esta medida la realizó el banco emisor con el objeto de disipar cualquier duda sobre si adoptaría un apolítica monetaria expansiva, en anticipación a las elecciones federales de junio de 1997.

2. Para que el público contara con un elemento adicional de información y análisis, el Banco de México decidió publicar la trayectoria diaria esperada de la base monetaria, que en principio era congruente con una inflación de 15%, siempre y cuando se materializaran los supuestos adoptados de crecimiento del PIB, de tasas de interés y de remonetización.
3. Con el propósito de dar seguridad de que no se generarían presiones inflacionarias, mediante la expansión indebida del crédito interno neto del Banco Central, se incorporaron, en el Programa Monetario, límites trimestrales a la variación de dicho crédito.
4. Se estableció, también, un compromiso mínimo de acumulación de activos internacionales netos.

⁵⁷ Banco de México. **Boletín Informativo.**, Número 58, Banxico, México, 1997.

5. Por último, se consideró que el Banco de México podría variar las condiciones de suministro de su crédito interno, poniendo "cortos" al Sistema Bancario, con el objeto de promover el orden en los mercados cambiarios y de dinero.

3.2. Programa Monetario 1998.⁵⁸

En la exposición sobre la política monetaria para 1998, el instituto central realizó las siguientes acciones:

1. Anticipó que durante ese año habría mayor volatilidad en los mercados internacionales y que la disponibilidad de recursos del exterior presentaría, para el país, mayor dificultad que en 1997.
2. Se advirtió que, dependiendo de la profundidad y duración de la crisis externa, podrían materializarse: un menor crecimiento económico, un mayor déficit en la cuenta corriente y presiones inflacionarias adicionales.

El Programa Monetario, del Banco de México para 1998, se diseñó considerando que quizá la política monetaria tendría que aplicarse en un ambiente internacional adverso.

Por esta razón, el Programa estableció el uso de reglas específicas para evitar la generación de excesos de oferta de dinero; además de prever la posibilidad de ajustar la postura de la política monetaria –mediante acciones directas del Banco Central–, en caso de ocurrir alteraciones inflacionarias sorpresivas.

⁵⁸ Banco de México. Boletín Informativo, Número 83, Banxico, México, 1998.

3.3. Efectos y Acciones ante la Crisis Asiática de 1997.

La crisis asiática se desató a mediados de 1997 debido al recalentamiento de la economía de los países del Sudeste del continente, como resultado de los elevados déficits de la balanza de pagos y de un aumento explosivo de los precios de los bienes raíces y de la bolsa de valores.

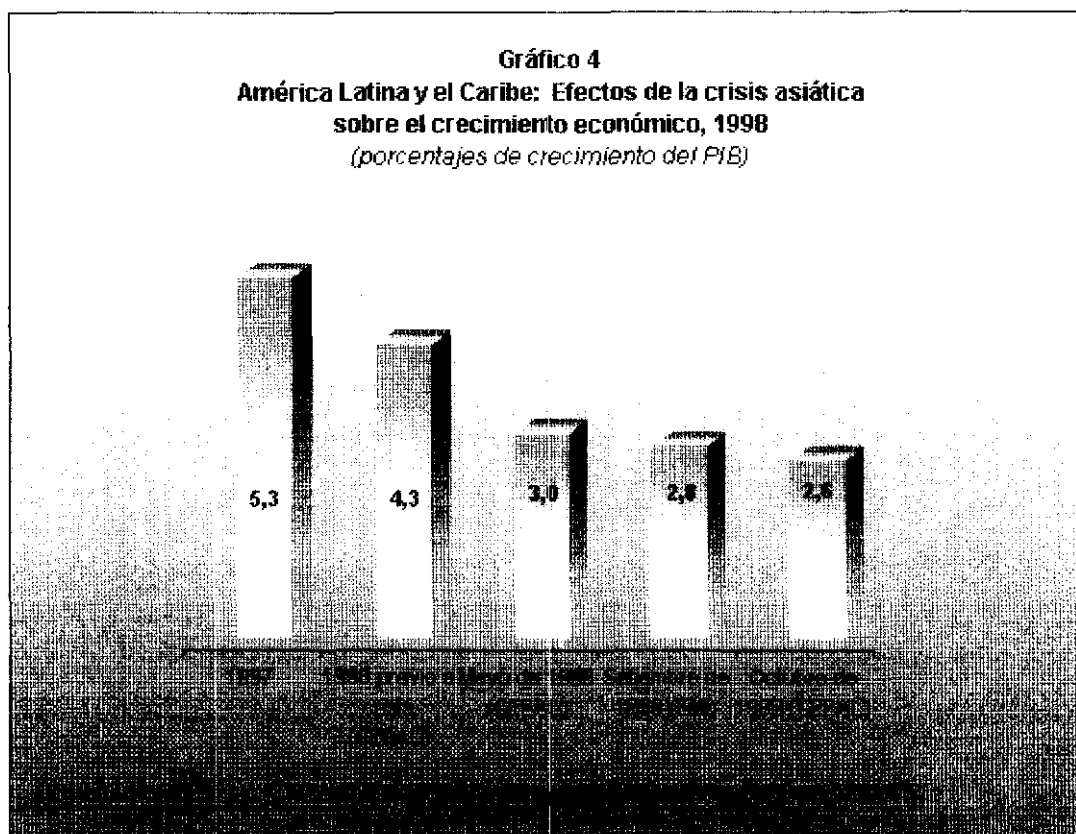
Por otra parte, la política de cambio fijo seguida durante un período demasiado largo complicó la reacción de la política monetaria, ya que ésta, al ser considerada como una garantía implícita del tipo de cambio, alentó a obtener en el exterior préstamos de corto plazo, dando lugar a que el sector financiero y las empresas asumieran riesgos excesivos en divisas.

Además, la cuantiosa afluencia de capitales se tradujo en una excesiva expansión del crédito en condiciones en las que la deficiente regulación del sistema bancario y el inadecuado control de riesgos no permitieron controlar ni el sobreendeudamiento del sector privado no bancario ni la calidad de la cartera de prestaciones. Por último, la vinculación estricta de las monedas con el dólar de los Estados Unidos en circunstancias en que éste se apreciaba respecto al Yen, significó una pérdida de competitividad para estos países. Con esto se desaceleraron las exportaciones y continuó aumentando el desequilibrio externo.⁵⁹

A continuación se mostrará el efecto de la crisis asiática sobre las economías de América Latina y el Caribe:

11/11/98

Estimado J. García: En el libro de la crisis asiática se menciona un problema de la moneda, noviembre, número 11, noviembre de 1998, Bancomext, México, pág. 933.



Fuente: CEPAL.

En respuesta a este desajuste, los inversionistas internacionales, junto con los inversionistas nacionales y residentes, buscaron protegerse del riesgo cambiario, lo que se reflejó en una importante salida de capitales a mediados del año pasado. Así, mientras que el ingreso neto de capitales a este grupo de países del sudeste asiático alcanzó a cerca de US\$ 100 mil millones en 1996, el flujo se revirtió en 1997, convirtiéndose en una salida de capitales equivalente al 50% de los ingresos de 1996. El resultado ha sido una pérdida de recursos externos equivalente al 10% del PIB de esos países.⁶⁰

Este brusco cambio en la actitud del capital extranjero fue enfrentado con políticas monetarias y fiscales restrictivas, acompañadas de una fuerte devaluación respecto al dólar de los Estados Unidos con el objeto de evitar las

⁽⁶⁰⁾ *Ibidem.*

fugas de capital e incentivar el ahorro y por ende evitar una crisis financiera de pronóstico reservado.

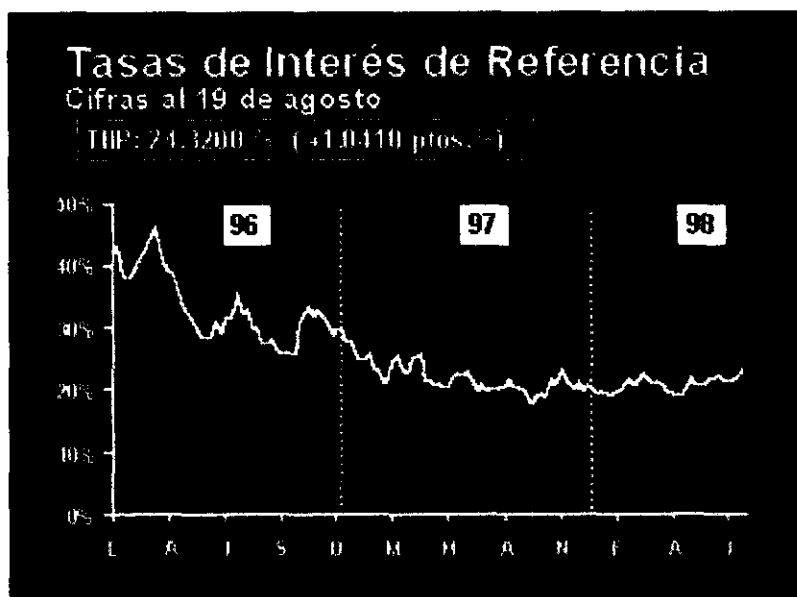
Entre junio de 1997 y septiembre de este año, la devaluación del tipo de cambio real se extendió a la República de Corea (20%), Indonesia (56%), Tailandia (19%), Malasia (27%) y a Filipinas (26%). Esto último, en conjunto con el descenso de los precios de los activos, provocó una severa contracción en la demanda interna, compensada sólo en parte por el aumento de las exportaciones netas. Como resultado, se estima que el nivel de actividad del conjunto de estas economías caerá en 8% en 1998 y en una magnitud también apreciable en 1999. Como resultado se esperan aumentos significativos del desempleo. Por ejemplo, se estima que en la República de Corea la tasa de desempleo se elevaría de 2.7% en 1997 a 7.5% en 1998.

A la crisis de los países del Sudeste asiático se sumó la recesión japonesa, la que está afectando especialmente al conjunto de las economías de la zona representa el 60% del PIB de la región- y también al resto de los países dada su condición de segunda economía del mundo. El lento crecimiento económico del período 1990-1997 (1.5% anual) ha devenido en recesión al registrarse caídas en el nivel de actividad de 5.3% y 3.3% en el primer y segundo trimestre de 1998 respectivamente. Para este año se esperaba una contracción del producto del orden de 2.5% que podría haber sido mayor de no mediar la aplicación de un paquete fiscal del orden de 2.5% del PIB. Asimismo, se estima sólo un leve crecimiento económico (0.5%) para 1999. Luego de esta dura etapa, todavía no se vislumbran factores de dinamismo de la economía japonesa en el corto plazo. La demanda interna está estancada y mientras eso ocurra no se reactivará la inversión. Las exportaciones japonesas se han reducido (3.8% en el primer trimestre de 1998), en parte debido a la crisis de los otros países asiáticos y, en parte, como consecuencia de la apreciación cambiaria del Yen respecto al dólar de los Estados Unidos.⁶¹

⁶¹ Ibidem., pág. 938.

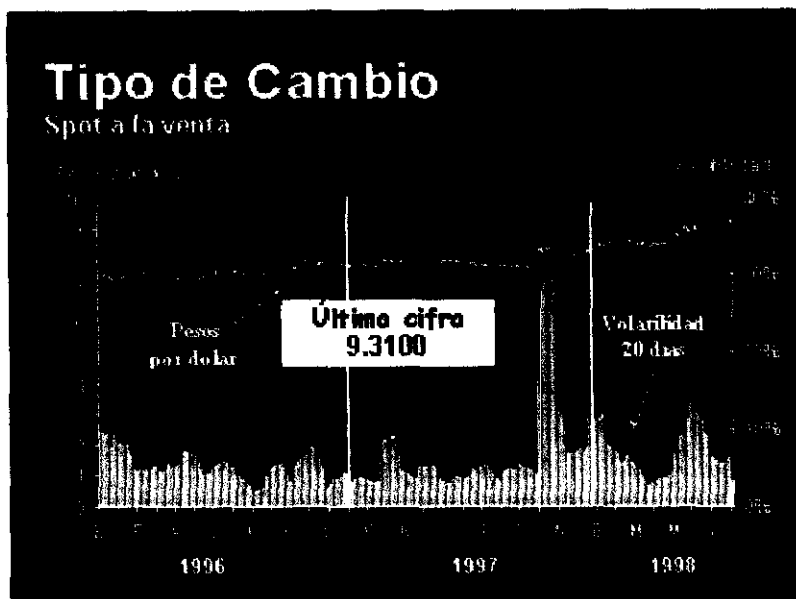
Los movimientos anormales entre tasas de interés y tipo de cambio, que se observaron durante el primer semestre de 1997, se debieron a:

- La rápida acumulación de activos internacionales netos, a partir de 1996 y, en particular, en el lapso mencionado de 1997.
- Al surgimiento de circunstancias que transitoriamente redujeron el grado de competencia en el mercado de dinero a muy corto plazo.



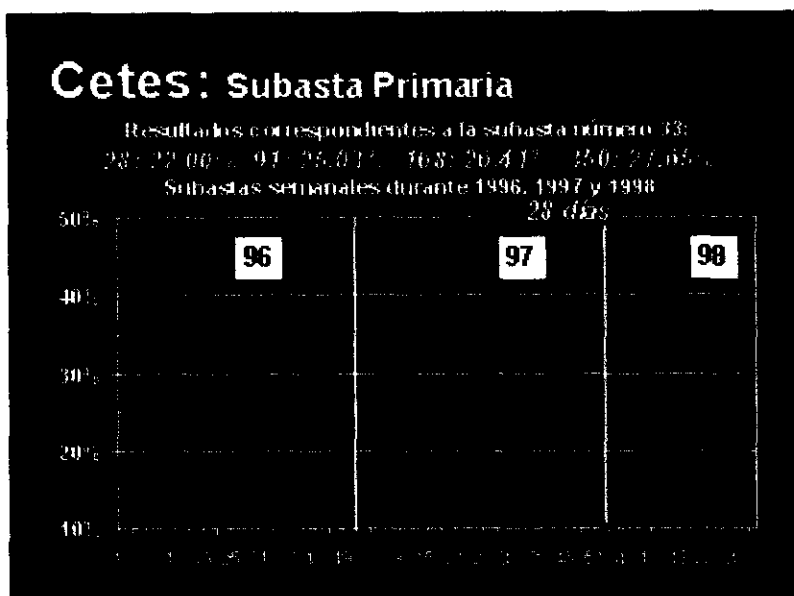
Fuente: Banco de México. Informe Anual, 1998.

La rápida acumulación de activos internacionales netos llevó al Banco de México a contraer su crédito interno neto, pues de otra manera se hubiese creado excesos de oferta de dinero que habrían redundado en mayores niveles de inflación y en elevaciones de la tasa de interés, nominales y reales.



Fuente: Banco de México, Informe Anual, 1998.

Eso hizo que, desde inicios de 1997 el saldo del crédito interno neto del Banco de México se convirtiera en negativo. Para retirar el exceso de liquidez derivada de la acumulación referida, el Banco Central captó depósitos de los bancos y vendió valores gubernamentales; así, la posición financiera del Banco de México con respecto al resto de la economía interna pasó de ser acreedora neta a deudora neta, en tanto que se incrementó la posición acreedora neta del Instituto Central frente al exterior.



Fuente: Banco de México, Informe Anual, 1998.

A finales de marzo e inicios de abril de 1997 de ese año. Las tasas de interés interbancarias y la TIE empezaron a subir de manera desproporcionada, a pesar de que la cotización del peso se estaba apreciando y que las tasas de interés de los CETES se encontraban, relativamente, estables. Esta incongruencia en los movimientos de las tasas de interés y del tipo de cambio fue el resultado de que.⁶²

- Los depósitos que la banca estaba constituyendo en el Banco de México no tenían mercado secundario, por lo que no eran líquidos.
- En algunas ocasiones la liquidez quedó concentrada en pocas instituciones de crédito. Mismas que aprovecharon las circunstancias para actuar en el mercado de dinero conforme a estrategias que les permitieron obtener mayores rendimientos sobre sus depósitos en el Banco de México; rendimientos que no se sustentaban en la situación subyacente de los mercados financieros.

⁶² Banco de México. Informe Anual, 1997..., Pág. 103.

Ante esta situación, el Banco de México aplicó diversas acciones tendientes a restablecer el buen funcionamiento del mercado de dinero. Las medidas referidas fueron las siguientes:

- 1) Incrementar su captación de recursos, a través de la venta de valores gubernamentales (en directo y mediante reportos) y, disminuir su captación mediante depósitos de las instituciones de crédito. Esta medida contribuyó a disminuir los precios alcistas sobre las tasas de interés interbancarias, no sólo porque se eliminó la prima por liquidez, que las instituciones trataban de obtener del Banco de México, sino también debido a que el nuevo mecanismo permitía participar en las operaciones de mercado abierto del instituto emisor a bancos que en el momento de la subasta no contaban con saldos excedentes.
- 2) Se ajustaron algunos elementos del régimen de encaje promedio cero, ampliando el tope máximo de los saldos negativos que las cuentas de las instituciones de crédito en el Banco de México pueden alcanzar cada día sin causar intereses, para ser compensados con saldos positivos que se generen otros días. Esta medida favoreció relativamente a los intermediarios de menor tamaño.
- 3) Para reforzar las medidas descritas, en una ocasión el Banco de México fijó un techo a la tasa de interés aplicable a sus operaciones pasivas a plazo de 24 horas. El citado límite se mantuvo vigente tan sólo durante un día, pues esta situación, junto con las antes referidas, fue suficiente para restablecer rápidamente el orden en el mercado de dinero.

Después de que el Banco de México adoptó estas medidas, las tasas de interés se ajustaron a la baja. El efecto positivo que tuvieron las políticas instrumentadas se debió a que su aplicación fue interpretada por el mercado como una señal del Banco Central de que, a su juicio, las tasas de interés de muy corto plazo habían llegado a niveles excesivos.

La fijación de un techo para las tasas de interés contribuyó a lograr el efecto deseado, sin embargo, es de señalar los inconvenientes de usar esa medida en forma frecuente o constante: durante su vigencia, se suprime por completo la influencia de las fuerzas de mercado en la determinación de las tasas de interés, pudiendo dañarse el papel que estas desempeñan en la captación y asignación de recursos y en el equilibrio de otros mercados.

3.4. Efectos y Acciones ante la Crisis Rusa de 1998.⁶³

Durante el tercer trimestre del año se acentuó la volatilidad financiera experimentada por los mercados internacionales. Sin bien el comportamiento de los mercados presentó una relativa estabilidad durante julio, a partir de agosto los problemas económicos y políticos de Rusia, que finalmente desembocaron en la devaluación del rublo y la suspensión provisional del servicio de la deuda externa, indujeron un aumento en la volatilidad en el ámbito internacional. Dicha volatilidad se contagió rápidamente a las economías latinoamericanas y en particular a Brasil. A diferencia de episodios previos de volatilidad, los mercados financieros de países industrializados se vieron afectados por esta situación, que se tradujo en importantes pérdidas en dichos mercados durante septiembre.⁶⁴

Los acontecimientos en el entorno internacional incidieron negativamente sobre el comportamiento de los principales indicadores financieros en México, traduciéndose en un alza en las tasas de interés, una depreciación del tipo de cambio y pérdidas en el mercado accionario.

A continuación veremos cómo el Banco de México utilizó cada uno de los instrumentos de política monetaria para hacer frente a este desequilibrio económico externo.

⁶³ Apartado elaborado en base al Informe Anual, 1998 del Banco de México, Págs. 99-159.

⁶⁴ Comercio Exterior, *La Crisis Financiera Rusa*, Vol. 52, Núm. 8, marzo de 1999, Bancomext, México, pág. 433.

3.4.1. Tasas de interés.

El entorno internacional anteriormente descrito fue determinante para que las tasas de interés se incrementaran notablemente con respecto al segundo trimestre del año. Por consiguiente, la tasa de interés primaria de CETES a 28 días se situó en promedio en 26.11 por ciento durante el tercer trimestre de 1998, lo que representó un incremento de 7.28 puntos porcentuales con respecto a la tasa promedio registrada en el segundo trimestre del año. Cabe destacar que si bien la tasa primaria de CETES a 28 días alcanzó durante la tercera semana de septiembre su nivel máximo en el año, 47.86 por ciento, en las semanas subsecuentes se ha presentado una importante reducción en los réditos.

Por lo que respecta a otras tasas líderes del mercado, la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) en el plazo a 28 días registró un nivel promedio de 28.7 por ciento durante el periodo julio-septiembre de 1998 (se considera este período porque es el trimestre en el cual se dio la crisis), lo que significó un aumento de 8.2 puntos porcentuales con respecto al del trimestre anterior, mientras que la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP) alcanzó un nivel promedio de 28.7 por ciento durante el periodo que se informa, lo que implicó un aumento de 8.2 puntos porcentuales en relación con el del trimestre previo. Finalmente, el Costo Porcentual Promedio (CPP) se ubicó en 21.45 por ciento, nivel superior en 4.20 puntos porcentuales al promedio registrado en el segundo trimestre de 1998.

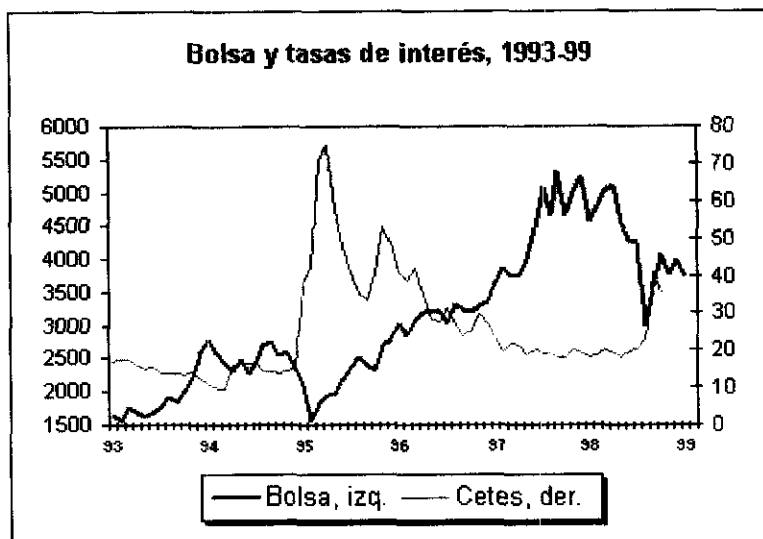
3.4.2. Bolsa Mexicana de Valores y títulos de deuda mexicana.

La volatilidad financiera internacional se tradujo en importantes pérdidas en los mercados accionarios a nivel mundial e incidió negativamente sobre el comportamiento del mercado mexicano. En este contexto, el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC) registró en el tercer trimestre

de 1998 una reducción de 16.64 por ciento con respecto al nivel del trimestre anterior.

Cabe mencionar que no obstante la mayor inestabilidad de los mercados financieros internacionales y la consecuente salida de flujos de capital hacia mercados financieros más seguros, la disminución en el flujo de inversión extranjera en el mercado accionario durante el tercer trimestre del año fue de 183.20 millones de dólares, cifra que se compara favorablemente con la salida de 1 mil 2 millones de dólares registrada en el segundo trimestre de 1998.

Por su parte, las cotizaciones de los Bonos Brady mexicanos en los mercados financieros se vieron afectadas por la volatilidad financiera internacional registrada en el tercer trimestre del año. Por consiguiente, al 30 de septiembre de 1998 los precios de los bonos a la par, con descuento y Global UMS-26, se situaron en 75.75, 78.50 y 98.75 centavos de dólar, lo que implicó descensos de 8.87, 12.90 y 13.38 por ciento respectivamente, con relación a los precios registrados al cierre del trimestre previo. Al mismo tiempo, los diferenciales de los rendimientos de los Bonos Brady a la par, con descuento y Global UMS-26 registraron aumentos de 658, 660 y 261 puntos base, con respecto a la curva de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos, al pasar de 584, 560 y 434 puntos base al cierre de junio de 1998, a 1 mil 242, 1 mil 220 y 695 puntos base al cierre de septiembre de 1998, respectivamente.



Fuente: Banco de México, Informe Anual, 1998.

3.4.3. Mercado cambiario.

Durante el tercer trimestre de 1998, el colapso de la moneda rusa y los ataques especulativos hacia otras monedas, especialmente en el caso de la divisa brasileña, originaron una depreciación de la paridad del peso frente al dólar. De esta forma, el 10 de septiembre el dólar spot a la venta registró un nivel máximo de 10.6500 pesos por dólar, lo que implicaba una depreciación acumulada en el año de 32.05 por ciento.

depreciaron 14.77 y 16.73 por ciento, respectivamente, con relación a las cotizaciones registradas al cierre del segundo trimestre del año.

Con el fin de responder con mayor eficacia a la volatilidad financiera, el 26 de agosto de 1998 las autoridades financieras decidieron realizar ajustes a la mecánica con la que se venían efectuando las ventas contingentes de dólares por parte del Banco de México. Bajo el nuevo esquema se facultó al instituto central a realizar, de ser necesario, hasta tres subastas de moneda extranjera durante el día sin aumentar en ningún momento el monto límite diario establecido de 200 millones de dólares. De esta manera, se decidió que la primera subasta se llevara a cabo entre las 9:00 y 9:15 horas y en caso de no colocarse los 200 millones de dólares arriba señalados, se determinó realizar una segunda subasta entre las 11:00 y 11:15 horas y en su defecto una tercera entre las 13:00 y 13:15 horas para colocar el monto remanente de los 200 millones de dólares. De esta manera, durante el periodo julio-septiembre de 1998, el Banco de México vendió 610 millones de dólares mediante el referido programa en adición a los 278 millones de dólares vendidos en forma extraordinaria el 10 de septiembre de 1998.⁷⁷

El monto de la subasta de opciones de venta de dólares de las instituciones bancarias al Banco de México susceptible de ser ejercido en los meses de julio, agosto y septiembre de 1998 se mantuvo en 250 millones de dólares por mes. Adicionalmente, se realizó una subasta extraordinaria de opciones de venta por 250 millones de dólares el 14 de septiembre del mismo año, de acuerdo con el mecanismo que establece que si en el transcurso de la primera quincena de cada mes se ejerce el 80 por ciento o más de las opciones susceptibles de ejercerse en dicho mes, se realizará una subasta adicional por una cantidad igual a la inicial. Cabe destacar que durante el tercer trimestre del año en cuestión se ejercieron opciones de venta de la divisa extranjera por un monto de 520 millones de dólares.

⁷⁷ Ibidem.

3.4.4. Base monetaria y sus componentes.

De acuerdo con su mandato constitucional de procurar la estabilidad en el nivel general de precios, la política monetaria del Banco de México se orientó, durante el tercer trimestre de 1998, a contener los efectos negativos de la inestabilidad de los mercados financieros internacionales sobre la inflación y las expectativas inflacionarias, y a promover un ajuste más ordenado de las diferentes variables financieras.

De esta manera, el Banco Central hizo más restrictiva su postura de política monetaria, incrementando sucesivamente el "corto" al sistema bancario a 50, 70 y 100 millones de pesos, los días 10 y 17 de agosto, y 10 de septiembre, respectivamente. Debido al moderado efecto que tuvo el segundo ajuste al "corto" sobre las tasas de interés, el instituto central determinó, un día después de tomar esta medida, reducir la capacidad de sobregiro en las operaciones diurnas de las instituciones bancarias en el sistema de pagos del banco central, ante el uso excesivo que algunos bancos estaban haciendo del crédito intradía. Adicionalmente, a partir del 21 agosto de 1998 y por los siguientes tres días hábiles, el Banco de México decidió establecer una tasa de interés mínima de 27 por ciento para sus operaciones.

Para reforzar las medidas anteriores, a partir del 2 de septiembre de 1998 el banco central puso en marcha un mecanismo para alargar los plazos a los que este instituto recibe financiamiento por parte de las instituciones de crédito. Bajo este esquema, las instituciones de crédito quedaron obligadas a constituir depósitos en el instituto central a un plazo indefinido a razón de 1 mil 250 millones de pesos por día hábil hasta alcanzar un monto acumulado de 25 mil millones de pesos, devengando dichos depósitos una tasa de interés equivalente a la TIIE a 28 días. La distribución de dichos depósitos entre las instituciones de crédito se hizo en función de sus pasivos totales al cierre de junio. Por su parte, el instituto central se comprometió a reponer la liquidez retirada en virtud de estas acciones

mediante operaciones de mercado abierto a muy corto plazo. De este modo, el Banco de México adquirió una posición acreedora en sus operaciones diarias de regulación monetaria, con lo cual aumentó su capacidad de influir en las tasas de interés en el corto plazo y, consecuentemente, en la efectividad de la política monetaria.

Ante la mayor volatilidad que experimentaron las tasas de interés durante el periodo que se informa, se incrementaron las dificultades experimentadas por los participantes en los mercados financieros para rebalancear la exposición de su cartera de valores a los riesgos de tasas de interés. Ante esta situación, el Banco de México permitió a los intermediarios financieros el reacomodo de su posición mediante el intercambio de flujos de efectivo a tasa fija o real por flujos a tasas de interés flexibles. De esta manera, el monto máximo del intercambio se estableció en 25 mil millones de pesos, llevándose a cabo el proceso de asignación mediante subastas el 31 de agosto y el 21 de septiembre, fungiendo las instituciones de crédito como postoras. En este proceso, cada institución de crédito pudo presentar posturas en las referidas subastas hasta por cuatro veces el monto total del depósito acumulado que cada una empezó a constituir en el banco central a partir del 2 de septiembre de 1998.

Finalmente hay que acotar, que en este año y ante esta situación (turbulencias económicas a causa de la crisis rusa), el Banco de México aplicó diversas acciones tendientes a restablecer el buen funcionamiento del mercado de dinero. Las medidas referidas fueron las siguientes:

- Incrementaron su captación de recursos, a través de la venta de valores gubernamentales (en directo y mediante reportos) y, disminuir su captación mediante depósitos de las instituciones de crédito. Esta medida contribuyó a disminuir los precios alcistas sobre las tasas de interés interbancarias, no sólo porque se eliminó la prima por liquidez, que las instituciones trataban de obtener del Banco de México, sino también debido a que el nuevo mecanismo

- permitía participar en las operaciones de mercado abierto del instituto emisor a bancos que en el momento de la subasta no contaban con saldos excedentes.
- Se ajustaron algunos elementos del régimen de encaje promedio cero, ampliando el tope máximo de los saldos negativos que las cuentas de las instituciones de crédito en el Banco de México pueden alcanzar cada día sin causar intereses, para ser compensados con saldos positivos que se generen otros días. Esta medida favoreció relativamente a los intermediarios de menor tamaño.
 - Para reforzar las medidas descritas, en una ocasión el Banco de México fijó un techo a la tasa de interés aplicable a sus operaciones pasivas a plazo de 24 horas. El citado límite se mantuvo vigente tan sólo durante un día, pues esta situación, junto con las antes referidas, fue suficiente para restablecer rápidamente el orden en el mercado de dinero.

Después de que el Banco de México adoptó estas medidas, las tasas de interés se ajustaron a la baja. El efecto positivo que tuvieron las políticas instrumentadas se debió a que su aplicación fue interpretada por el mercado como una señal del Banco Central de que, a su juicio, las tasas de interés de muy corto plazo habían llegado a niveles excesivos.

La fijación de un techo para las tasas de interés contribuyó a lograr el efecto deseado, sin embargo, es de señalar los inconvenientes de usar esa medida en forma frecuente o constante: durante su vigencia, se suprime por completo la influencia de las fuerzas de mercado en la determinación de las tasas de interés, pudiendo dañarse el papel que estas desempeñan en la captación y asignación de recursos y en el equilibrio de otros mercados.

3.5. Perspectivas de la Política Monetaria en México para 1999.

El desempeño futuro de la economía mexicana continuará siendo fuertemente influenciado por el entorno internacional. En este sentido destaca que no obstante que en fechas recientes las condiciones de acceso a los mercados financieros de México han mejorado en relación con las de otros países de la región, la disponibilidad de fondos externos continúa siendo escasa.

La escasez de fondos debe incidir negativamente sobre el crecimiento de la demanda y, por lo tanto, de los sectores de la economía con mayor orientación hacia el mercado interno. Por otra parte, si bien una paridad débil asociada a la escasez de capital externo tendería a promover un desempeño favorable en el sector manufacturero, la posibilidad de que el actual ritmo de crecimiento en Estados Unidos no sea sostenible, podría influir en el desempeño de las exportaciones mexicanas. La depresión en el precio internacional del petróleo ha puesto al descubierto la necesidad de que el gobierno de México modifique su política tributaria con miras a fortalecer los ingresos no petroleros. Pues, la política fiscal constituye en un limitante adicional al crecimiento.

Con base en lo anterior, es de esperarse que la desaceleración que mostró la economía mexicana a finales de 1998 se profundice durante 1999, llevando el crecimiento del PIB cerca del 3 por ciento. Bajo la idea de que los trastornos en la economía mundial son de carácter temporal, las perspectivas para el año 2000 parecerían más favorables.

En el sector externo, la flexibilidad del tipo de cambio parece dar lugar a una situación en la que la misma desaceleración en el crecimiento de la demanda está promoviendo un ajuste congruente con la pérdida de dinamismo en la actividad económica. Extendiendo para 1999 los resultados favorables de las exportaciones no petroleras registrados a finales de 1998, se obtiene una contribución importante de las mismas a la reducción del déficit externo. Esto daría

lugar a una expansión en las importaciones consistente con el crecimiento de 3 por ciento en el PIB y a una reducción de alrededor de 0.5 puntos porcentuales en el déficit de la cuenta corriente en 1999.

La aceleración que registró la tasa de inflación durante los últimos meses de 1998 y enero de 1999, como resultado de la debilidad del peso, aumentos en los precios de los combustibles, la eliminación del subsidio al precio de la tortilla y otras correcciones en precios, ha dificultado la meta de llevar la inflación a 13 por ciento para el cierre del año. En parte como resultado de dicha aceleración, los costos laborales muestran todavía aumentos significativos a pesar de cierta pérdida de dinamismo en la creación de empleos. Sin embargo, las autoridades monetarias han insistido en mantener una postura restrictiva. De esta forma parece posible que la tasa de inflación se ubique cerca de la meta.

Otro factor que posiblemente afectará el crecimiento económico de nuestro país para el segundo semestre de 1999 es que se anticipa que los flujos netos de capital hacia Latinoamérica sigan siendo relativamente reducidos.

Un aspecto adicional del entorno internacional que cabe resaltar, es que la situación financiera de muchas naciones sigue siendo frágil. Lo mismo puede decirse de las perspectivas de algunos mercados financieros de países industrializados. Una evolución desfavorable en estos frentes podría inducir mayor volatilidad en los mercados nacionales y complicar así la lucha contra la inflación. Por todo esto, se vuelve deseable que las políticas económicas sean flexibles y que existan coordinación entre ellas.

El entorno económico externo, antes descrito, que no es nada alentador, ha sido considerado de alguna manera por las autoridades del gobierno federal, mismas que han venido preparando el terreno para

preservar un marco macroeconómico sólido y consistente para el segundo semestre del año en curso, aprobando la propuesta de una meta fiscal de 1.25 % menor a la del año pasado. Política, que sin duda, permitirá mantener las finanzas públicas en orden y, por tanto no se presionará al alza de la tasa de intereses, se apoyará el ahorro interno del país y se evitará la gestación de desequilibrios en la balanza de pagos.

Finalmente, el hecho de que se haya aprobado, recientemente, la Ley de Protección al Ahorro Bancario, representa un paso sólido hacia la conformación de un sistema consistente, que facilite el desarrollo económico acelerado en un ambiente de estabilidad de precios. En tal sentido, se han dispuesto normas prudenciales que permitirán a los bancos una adecuada administración de los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez.

Una política monetaria comprometida con el abatimiento de la inflación, como la propuesta, es otro paso que se requiere para asegurar un entorno macroeconómico firme.

CONCLUSIONES

Las conclusiones que arroja la presente investigación son:

El Banco Central (Banxico) es el organismo encargado de realizar la política monetaria del país, y que como tal diseña los criterios de esta política, mismos que deben ser congruentes con el desempeño económico del país. Al respecto, la investigación arroja la conclusión de que Banxico, en el período 1997-1998, diseñaba su política monetaria entorno a las condiciones económicas endógenas del país, sin considerar las condiciones económicas externas.

Por lo anterior, las crisis asiática y rusa tuvieron un impacto considerable en nuestra economía.

Durante 1997, las inquietudes causadas por la crisis asiática y la incertidumbre que provocó el colapso en el precio del petróleo, generaron una importante depreciación en la cotización del peso durante los primeros dos meses del año en cuestión, lo que deterioro las expectativas inflacionarias y una caída importante en el IPC de la Bolsa Mexicana de Valores. En este período la atracción de capitales fue reducida.

Ante la situación arriba descrita, el Banco Central decidió restringir su postura en materia de política económica, con el objeto de corregir el deterioro que las expectativas inflacionarias estaban teniendo, en respuesta de la rápida depreciación del tipo de cambio.

En un inicio las tasas de interés subieron rápidamente, pero conforme las expectativas de mercado fueron mejorando y la cotización del peso se ajustó a la baja, las tasas de interés cayeron, al grado que a finales de abril de 1998 se encontraban ya, a niveles más bajos que cuando se modificó la postura de la política monetaria.

Conforme se estabilizaron los mercados, se comenzaron a registrar entradas importantes de capital que mejoró las condiciones económicas del país.

Es importante señalar que aunque nuestra economía se orienta por las señales que emite el mercado, es necesario que las instituciones, como el Banco de México, intervengan para corregir perturbaciones que se pudieran originar. Pero esta medida debe ser de carácter excepcional y no debe ser una práctica constante, como a últimos años se viene realizando.

En el período 1997-1998, el Banco de México realiza esta práctica, aunque hay que mencionar que de no haber tomado esa decisión, se hubiera tenido, seguramente, una mayor inflación. No olvidar que el objetivo principal del Banco Central es preservar el valor adquisitivo de la moneda, es decir, reducir la inflación con los instrumentos que tiene a su cargo se ve esta práctica

Sin embargo, hay que reconocer, pese a que la economía mexicana no sufrió grandes pérdidas o desfases durante los años en cuestión que estuvo afectada por las crisis asiática y rusa, que: el entorno mundial es de presente negativo y de futuro incierto; las metas numéricas no se cumplen ni son creídas por los agentes; los desequilibrios fiscales son frágiles en extremo; la política monetaria es discrecional y su instrumento clave, "el corto", ha perdido eficacia, y el régimen de políticas trata de distribuir el costo de la estabilización entre la tasa de interés, el tipo de cambio y la inflación, lo que conforma una macroeconomía inestable.

Así, para divisar el horizonte de mediano plazo, falta activar un proceso abierto de reforma fiscal integral que tenga como eje la cuestión de su sostenibilidad, y para programar con sentido falta resolver el problema macroeconómico crucial de corto plazo, que estriba en determinar la trayectoria de sus equilibrios.

Por otra parte, ante el fracaso de las políticas "amistosas con el mercado", qué en este caso, se refleja en la fragilidad e inestabilidad financieras que en la actualidad permean a la economía mundial, la globalización financiera plantea serios retos en la medida en que lo que está en el centro de las transformaciones es la configuración del nuevo patrón de financiamiento para la economía mundial en el próximo milenio.

El impacto total tan sólo de la crisis asiática y de la crisis rusa que dieron lugar a los desequilibrios económicos externos que afectaron a la economía mexicana durante 1997-19998 todavía no llega, apenas estamos comenzando a ver la tercera fase de contagio que corresponde a un aumento de las exportaciones de productos manufacturados de Asia. Las compañías mexicanas demuestran que sus competidores asiáticos ya empiezan a apropiarse de una cuota del mercado de productos de acero, así como el de petroquímica, textiles y otros productos de consumo. En cambio, menos de 5% de las importaciones mexicanas viene de Asia.

La lección para México tiene dos caminos: por un lado, que la alta dependencia del capital volátil lleva a la inestabilidad y, por otro, que en el entorno de la globalización de los mercados la desatención de la productividad y la competitividad comercial es un costoso olvido. Nuestra estructura de los problemas nacionales lleva implícita la vulnerabilidad del sector externo, pues genera una dependencia casi absoluta de las ventas de petróleo, cuyas consecutivas bajas en sus precios han abatido las metas de crecimiento e inflación y enseñan la gran fragilidad del mercado financiero ante la acentuación del desfavorable entorno mundial, al que, además de los problemas de la región asiática, se suman la difícil situación de la economía rusa a causa de la devaluación estrepitosa del rublo, la crisis bancaria y el desplome de la bolsa de valores; el debilitamiento de algunas monedas europeas (de Noruega y Dinamarca); el descenso de los índices bursátiles, desde donde empiezan a elevarse algunas voces autorizadas que hablan de recesión mundial.

Los lineamientos en materia de política cambiaria y monetaria no diferirán de los actuales. Así, se mantendrá el régimen de libre flotación del tipo de cambio, toda vez que cumple con el objetivo de dar competitividad al aparato productivo.

Ahora bien, recientemente ha sido necesario intervenir en el mercado cambiario con objeto de evitar situaciones de extrema volatilidad, pero estas intervenciones ocasionales no son incongruentes con el régimen de flotación.

Asimismo, en materia monetaria, en breve el Banco de México dará a conocer un programa que permita ubicar la inflación acumulada dic./dic en 13% para 1999.

Finalmente, podemos concluir que nuestra hipótesis fue rechazada, en virtud de que lejos de sufrir trastornos graves, la economía mexicana supo adecuarse a los factores externos y logró superarlos, eso sí, aún queda mucho camino por delante y hay que continuar instrumentando políticas financieras y fiscales adecuadas para que las crisis en cuestión u otros efectos externos no afecten nuestras metas económicas.

BIBLIOGRAFÍA

- ARGANDOÑA, Antonio. La Teoría Monetaria Moderna. Ed. Ariel, Barcelona, 1981.
- BANCO DE MÉXICO. Boletín Informativo. BANXICO. Varios Números (58 y 83), México, 1997-1998.
- BANCO DE MÉXICO. Informe Anual. Ed. BANXICO, Varios Años (1997-1999), México.
- BANCO DE MÉXICO. Internet: Mecanismos para la Venta de Dólares. Dirección: sidaioui@banxico.org.mx
- BRANSON, William. Teoría y Política Macroeconómica. Ed. F.C.E., México, 1978.
- COMERCIO EXTERIOR. La Crisis Financiera de Asia. Elementos para un Debate Global. Vol. 48, # 11, Noviembre de 1998, Bancomext, México.
- COMERCIO EXTERIOR. La Crisis Rusa. Vol. 52, # 8, Marzo de 1999, Bancomext, México.
- DIZ, Adolfo. Oferta Monetaria (Texto Provisional). CEMLA, México, 1975.
- DORNBUSCH, Rudiger. Macroeconomía de una Economía Abierta. Antoni Bosch Editor, Barcelona, 1980.
- DWAYNE. Una Introducción a la Teoría y Política Monetaria. The Free Press, USA, 1995.

- FABOZZI Y MODIGLIANI. **Mercados e Instituciones Financieras.** Ed. Prentice Hall, USA, 1990.
- FRIEDMAN, Milton. **El Marco Monetario de Milton Fridman, Un Debate con sus Críticos.** Ed. Premia, México, 1981.
- GUILLMAN, Joseph. **Prosperidad en Crisis, Crítica Keynesiana.** Ed. Anagrama, Barcelona, 1973.
- HARRIS, Laurence. **Teoría Monetaria.** Ed. F.C.E., México, 1984.
- KEYNES, J.M. **Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero.** Ed. F.C.E., México, 1984.
- KRUGMAN, Paul. **Economía Internacional.** Ed. Mc Graw Hill, España, 1995.
- LAROUSSE. **Diccionario Ilustrado.** Ed. Larousse, México, 1992.
- MÉNDEZ, JOSÉ. **Fundamentos de Economía.** Ed. Mc Graw Hill, México, 1990.
- ROMERO C., Antonia. **Tasas de Interés Pasivas e Instrumentos de Captación de la Banca Privada y Mixta.** BANXICO, México, 1995.
- SAMUELSON, Paul. **Economía.** Ed. Mc Graw Hill, México, 1988.

- SER. Boletín Oficial. # 24, Secretaría de Relaciones Exteriores, México, 1998.
- SINGER, Paul. Curso de Introducción a la Economía Política. Ed. Siglo XXI, México, 1986.
- STADICHENKO, A. La Crisis del Sistema Monetario Capitalista. Ed. Allende, México, sin año.