

40862



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO**

**ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES  
CAMPUS ARAGON**

**"LIQUIDEZ Y CONTROL DE LA INFLACION EN MEXICO"  
(1987 - 2000)**

**TESIS DE MAESTRIA  
EN ECONOMIA FINANCIERA  
QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:  
MAESTRO EN ECONOMIA FINANCIERA  
POSTULANTE DE GRADO:  
ING. ADRIAN ISLAS ARGÜELLO**

DIRECTOR DE TESIS: MTO. JOSE LUIS MARTINEZ MARCA

MEXICO

280417

2000.



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

# **AGRADECIMIENTOS**

## **A MI MADRE:**

*SRA. FLORA ARGUELLO COLULA*

## **A MI PADRE:**

*SR. ELISEO ISLAS LOZANO  
(Q.E.P.D.)*

## **A MIS HERMANOS:**

*ALEJANDRO ISLAS ARGUELLO  
JORGE ISLAS ARGUELLO*

## **A MIS SOBRINOS Y CUÑADA:**

*EDGAR ISLAS ELIZALDE  
JENNIFER ISLAS ELIZALDE  
STEFANNY ISLAS ELIZALDE  
Y LOURDES ELIZALDE UTRILLA*

## **A MI DIRECTOR DE TESIS:**

*MTRO. JOSE LUIS MARTINEZ MARCA*

## **A MI HONORABLE JURADO:**

*DR. EMILIO AGUILAR RODRIGUEZ  
MTRA. MARIA LUISA QUINTERO SOTO  
MTRO. JUAN CARLOS DE LA VEGA CONDE  
MTRO. EDZE KIEFT MULDER*

## **A MI ESCUELA:**

*E.N.E.P. ARAGON  
U.N.A.M.*

## **A TODOS MIS AMIGOS**

*Dedico este trabajo de tesis:*

*Con respeto y cariño:*

*A Leidy Herrera Rojas*

*“Una mujer hermosa agrada a la vista; una mujer buena agrada al corazón; la primera es una joya, la segunda un tesoro”.*

*Napoleón .*

*Leidy tu eres un tesoro lleno de joyas*

*Adrián .*

	Página
<b>Introducción</b>	1
<b>I.- Aspectos Teóricos sobre la Inflación.</b>	
1.- Consideraciones Generales sobre la Inflación	6
1.1. Efectos Genéricos de la Inflación en una Economía	7
2 - Inflación de Demanda	8
3.- Inflación de Costos	9
4.- Inflación por Factores Estructurales	11
4.1. La Curva de Phillips	12
5.- Inflación Inercial	13
6.- Consideraciones Teóricas sobre la Teoría Monetarista de la Inflación	15
<b>II.- Evolución Reciente de la Inflación.</b>	
1.- La Inflación en México	18
2.- Factores Internos y Externos de la Devaluación del Peso en 1982	21
3.- Factores Internos y Externos de la Devaluación del Peso en 1987	23
4.- Condiciones que Influyeron en la Estabilidad del Tipo de Cambio de 1988 a diciembre de 1994	24
<b>III.- El Control de la Liquidez e Inflación a partir de 1994</b>	
1.- La Política Monetaria	29
2.- La Devaluación como Detonante de la Crisis Financiera	31
3.- Políticas de Estabilización	34
4.- Política Neoliberal: Reforma o Continuidad	52

## **Actividades del Control Monetario e Inflación**

Moneda y Sistema Financiero 60

Moneda y Finanzas Públicas 64

Moneda en un Proceso de Crecimiento Sostenido 67

Conclusiones 77

Cartografía

Índice Estadístico

## Introducción

La inflación definida como aquel proceso generalizado en el crecimiento de los precios en una economía ha significado un problema fundamental en las llamadas economías emergentes como la mexicana, que ha enfocado el esfuerzo de su política económica a la reducción de este fenómeno durante los últimos 30 años sin que a la fecha podamos aun observar un crecimiento de los precios similar al de nuestro principal socio comercial que es la economía norteamericana, incluso se puede señalar que este proceso se ha encontrado subyacente en el desenvolvimiento de la economía de nuestro país.

Por ejemplo, podemos citar el documento sobre la “Política Monetaria, Programa para 1999”, publicado recientemente por el Banco de México en enero de 1999 el cual establece como propósito fundamental del banco central el “... de contribuir a la reducción de la inflación. La insistencia del Banco en la consecución de este fin se explica no sólo por la obligación que tiene de cumplir con su mandato constitucional –contribuir a la estabilidad del tipo de cambio-. También refleja la asimilación de una abrumadora evidencia empírica, derivada tanto de la experiencia propia como de otros países, que señala que el aumento persistente y errático de los precios produce consecuencias muy perjudiciales sobre el desempeño de las economías y sobre el bienestar material de la población. Entre los efectos indeseables que genera la inflación, destacan los que causa sobre el crecimiento económico, la distribución del ingreso y el poder adquisitivo de los salarios”.<sup>1/</sup>

Como puede desprenderse del párrafo anterior, la existencia de un proceso inflacionario en las economías produce serias distorsiones en el proceso de desarrollo económico de cualquier país, por ello uno de los objetivos fundamentales de la presente investigación es el de conocer cuales han sido los principales factores que han impedido su reducción y que alternativas de política económica pueden ser las

---

<sup>1/</sup> / Banco de México, “Política Monetaria Programa para 1999”, p. 9, México 1999.

más viables para su estabilización en el corto y mediano plazo para el caso de México.

Haciendo una retrospectiva rápidamente sabemos que el problema de la inflación en México se empieza a manifestar como un problema grave al inicio de la década de los setentas, cuando pasamos de una inflación de un dígito a más de dos dígitos en la década de los ochentas, en que se alcanzan las tasas más altas de crecimiento de los precios en la historia moderna de nuestro país. Existen varias explicaciones por parte de algunos analistas en el origen de este proceso, dependiendo de la corriente teórica de pensamiento a la cual pertenecen, entre las más importantes destacan, la de los estructuralistas que establecen que la fuente del proceso inflacionario se encuentra justamente en la estructura real de producción que impone un piso a la inflación derivado del desigual desarrollo tecnológico a nivel inter e intra sectorial de la producción lo cual provoca distorsiones en el proceso de crecimiento de la productividad y en consecuencia a una desigualdad a nivel internacional -inflación derivada por costos.

Otra de las posiciones teóricas –que establecen los teóricos neokeynesianos al definir que la inflación se genera por un exceso de la demanda interna-, se refiere, a que la inflación tiene su origen en un crecimiento de la demanda interna ocasionada en parte por un exceso de liquidez frente a una oferta restringida o bien que no mantiene un crecimiento similar al de la demanda lo cual produce un efecto positivo en el alza de los precios domésticos. Este argumento se presentó sobre todo durante la década de los setentas, en donde el llamado populismo económico, asociado a la fuerte entrada de recursos provenientes de las exportaciones de petróleo implicó fuertes presiones sobre la demanda interna ante un escaso desarrollo de la producción –inflación de demanda.

Durante la década de los ochentas –periodo en el que la economía mexicana experimentó los crecimientos más altos de precios-, surgió una corriente teórica de

origen brasileño sobre la explicación de la inflación en el sentido que establecía “Las expectativas que predominan sobre la inflación actúan a través del poder de cada grupo económico para proteger su ingreso real; están basadas en la inflación pasada y el imperativo de cada agente económico de conservar su participación en el ingreso”.<sup>2/</sup> Lo anterior, significa que los agentes económicos son racionales y en consecuencia en función de sus expectativas reproducen la inflación pasada en la inflación futura con lo que la espiral inflacionaria se reproduce de manera creciente hacia el futuro, debido a que la inflación se explica por la necesidad de los agentes económicos de mantener su ingreso real a futuro.

Esta posición es la que dio origen a las acciones de política económica basadas en las concertaciones económicas y acciones de shock en América Latina, sobre todo en países como Brasil, Argentina y México principalmente a fin de eliminar la inflación subyacente de sus países.

Cabe destacar que los efectos más perniciosos de la inflación para la economía mexicana se dieron en un entorno de economía cerrada, caracterizada por la existencia de un importante déficit financiero del sector público y una fuerte volatilidad del tipo de cambio.

Finalmente, otra de las corrientes de pensamiento fue la referida al monetarismo que argumentaba que el origen de los procesos inflacionarios en América Latina tenían su origen en el excesivo crecimiento de la liquidez en la economía derivada de las políticas económicas seguidas, que privilegiaban la participación del estado en la economía y por consecuencia generaban fuertes presiones de recursos sobre sus economías que obligaban a la expansión monetaria, lo cual producía una fuerte presión sobre la demanda interna en un entorno de economía cerrada que daba lugar a la ampliación del déficit de las cuentas externas de balanza de pagos y por

---

<sup>2/</sup> / Luiz Bresser Pereira y Yoshiaki Nakano, “La teoría de la inercia inflacionaria”, Ed. FCE, México 1989, p.p. 17-18

consecuencia a la necesidad de llevar a cabo la depreciación de la moneda local con los consiguientes efectos de precios internos.

Por consecuencia esta corriente de pensamiento, precisa el énfasis para reducir la inflación justamente en el control de la liquidez interna a fin de reducir las presiones sobre la disponibilidad de recursos internos y reducir la demanda interna en un entorno en el cual el estado reduzca su participación en la economía con objeto de disminuir el déficit financiero del sector público.

Con el objeto de demostrar o negar nuestra tesis central, en el sentido de que en los últimos dos sexenios y más recientemente a partir de 1995, el control de la liquidez se ha convertido en el principal instrumento de política monetaria en México, orientado a la disminución de la inflación en un entorno de apertura comercial, económica y democrática cuya base de sustento se da en la corriente de pensamiento monetarista, la presente investigación se divide en cuatro capítulos. El primero de ellos se refiere al examen de las principales causas teóricas que explican el proceso inflacionario.

El segundo, se orienta al análisis de la evolución reciente de la inflación durante el periodo de 1987 – 1994, a fin de determinar cuales fueron los factores principales que determinaron el crecimiento de los precios y las medidas de política económica que permitieron lograr durante 1993 y 1994 una inflación de un solo dígito, situación que no se lograba en la economía en más de 25 años en nuestro país, destacándose el papel que tuvo en este proceso la estabilidad del tipo de cambio.

El tercer capítulo de la presente investigación se refiere a la política económica seguida a partir de 1995, en particular a la monetaria, analizándose los efectos de la devaluación cambiaria y las acciones que llevo a cabo el estado para restablecer en el corto plazo la trayectoria descendente de los precios domésticos. Asimismo, se analizan las perspectivas de la evolución futura de la inflación ante los desajustes

económicos que han sucedido en los últimos cuatro sexenios y la efectividad del llamado blindaje financiero establecido en 1999, para evitar una crisis económica sexenal y permitir de esta forma una transición ordenada con bases sólidas en un entorno globalizado.

El apartado cuatro esta referido a las perspectivas que la economía mexicana tiene para seguir continuando con una trayectoria de reducción de la inflación, mediante el control de la liquidez y lograr un proceso de crecimiento con estabilidad en el largo plazo.

Finalmente, en el último punto se presentan las principales conclusiones y perspectivas en donde se valide o niegue nuestra tesis anteriormente expuesta.

## **CAPITULO I**

### **I.- Aspectos Teóricos sobre la Inflación**

#### **1.- Consideraciones Generales sobre la Inflación**

De una manera descriptiva, se define a la inflación como un alza sostenida y generalizada de precios a diferentes velocidades durante el tiempo, un alza ocasional que no se prolonga se le conoce como burbuja inflacionaria, por el contrario se reconoce que en todas las economías se registra un determinado nivel de inflación que se le da el nombre de inflación estructural.

Existen varias clasificaciones del fenómeno inflacionario, sin aludir todavía a los nombres que se le han dado según la teoría que trata de explicarla, por ejemplo, se habla de inflación moderada, galopante e hiperinflación<sup>3/</sup>. La diferencia estriba en la tasa anual de incremento de los precios, y esta puede responder a causas estructurales o monetarias. Sin embargo, es importante reconocer que en la actualidad el origen de la inflación tiene en buena medida un origen monetario sin que esto signifique que no existen factores estructurales que inciden sobre la misma.

La forma en que se mide la inflación en una economía es a través de la evolución del Índice Nacional de Precios al Consumidor, cuya confiabilidad depende de la técnica estadística usada, del grado de desarrollo en la recolección de datos y del grado de honradez con que estos se manejan.

---

<sup>3</sup> 1/ Ver libro de Macario Schetino, "Economía Contemporánea" Ed. Iberoamérica, México 1986, p. 302,

## **1.1.- Efectos Genéricos de la Inflación en una Economía**

En general pueden distinguirse dos clases de efectos : los económicos y los sociales.

### **Entre los efectos económicos puede citarse:**

- Las tasas de interés nominales suben para ajustarse al nuevo nivel de inflación.
- La rentabilidad de las inversiones deben ser más altas que las tasas de interés nominales, de lo contrario se produce una reducción de la inversión futura.
- Hay distorsiones en el gasto en consumo y en la producción real de mercancías y servicios.
- El ahorro es menos atractivo por la pérdida del valor del dinero.
- Hay desviación del ahorro hacia inversiones como bienes raíces, oro o dólares por lo que no llegan a las empresas por medio del sistema bancario evitando que se aumente la capacidad productiva de la economía.
- La inflación también conduce a la devaluación, tarde o temprano, ya que las exportaciones se encarecen para los extranjeros, mientras que las importaciones se abaratan para los nacionales. Con ello se aumenta el déficit de la Balanza de pagos y la sobrevaluación de la moneda nacional.
- La inflación también constituye un impuesto adicional por el efecto que esta tiene sobre la pérdida de su poder adquisitivo.

### **Entre los efectos sociales se encuentran:**

- La inflación produce descontento entre los asalariados al producirse una mayor concentración del ingreso.
- Se va creando un gran escepticismo y falta de confianza de la población frente a las medidas tomadas por el gobierno para combatir la inflación, dando lugar a que la inflación asuma un carácter inercial.

## 2.- Inflación de Demanda

La inflación originada por el lado de la demanda, establece que el mayor crecimiento de esta en relación a una inelasticidad de la oferta agregada de la economía produce distorsiones en la formación de los precios internos. ( ... ) La base teórica de este enfoque es la teoría cuantitativa del dinero (tanto en su versión tradicional como moderna) y su supuesto principal es, que variaciones en los precios son explicadas a largo plazo fundamentalmente por variaciones en la oferta monetaria <sup>4/</sup>.

La versión antigua de esta teoría tendía a establecer que el aumento de precios era proporcional al aumento de la oferta monetaria. Las versiones modernas no sostienen esa proporcionalidad y simplemente creen que hay un movimiento en la misma dirección, aunque no suceda al mismo tiempo ni con la misma intensidad, se prefiere decir que un aumento de la oferta monetaria más rápido que el aumento de producción es lo que ocasiona la inflación.

Bajo la perspectiva de la teoría de la demanda y su efecto de la inflación presupone que esta surge como resultado de una política expansiva del gasto público lo que provoca un crecimiento mayor en la base monetaria en términos reales respecto al incremento de la oferta real de bienes y servicios, lo cual genera expectativas inflacionarias entre los agentes económicos. Por tal motivo, la política económica para una inflación de demanda posee un carácter contraccionista, en el sentido de que deberá de reducirse el aumento de la base monetaria a través de una reducción del gasto público y por consecuencia de mantener un equilibrio de sus finanzas públicas. Sin embargo, este proceso implica una presión sobre las tasas de interés al alza – considerando que la oferta y demanda de dinero afecta su costo-, y por consecuencia el precio del crédito.

La restricción crediticia, reduce la oferta de fondos prestables y por tanto la disponibilidad para el incremento de la inversión productiva, ocasionándose una desaceleración del crecimiento económico y por consecuencia en una disminución

del empleo. Esta situación se pudo observar con mucha claridad en la economía mexicana durante 1995, en donde se observó una caída del Producto Interno Real cercana al 10.0 por ciento real y una elevación de la tasa de desempleo abierto promedio de casi el 8.0 por ciento

### 3.- Inflación de Costos

En el caso de esta posición teórica establece principalmente que al existir rigideces en el proceso de producción se impide a nivel endógeno una mejora de la productividad y por consecuencia una elevación de la producción a un menor costo, asimismo, también se pueden presentar situaciones exógenas a la producción que inciden sobre los costos de producción normalmente estas se refieren a una excesiva dependencia de insumos importados cuyo costo está determinado por la estabilidad del tipo de cambio o bien un alto costo del crédito para mejorar la inversión productiva.

En este sentido se dice que ( . . . ) las teorías de la inflación de costos en uno u otro de los componentes de costos ( ) - salarios, tipo de cambio, márgenes de utilidad -, como el impulso inicial que obliga al Banco Central a seguir una política monetaria que ratifique ese nivel de costos o arriesgue recesión. Estas no niegan que a la larga existe una relación estrecha entre M -oferta monetaria- y P -precios-. Más bien afirman que la causalidad no necesariamente e inequívocamente es de M a P; puede ser de costos a precios a una expansión monetaria que el válido. De ahí que la relación entre M y P sé de a largo plazo, pero sea flexible a corto plazo ( ... )<sup>5</sup>

Para el caso de la inflación de costos no existe, como en el caso de la inflación de demanda, una política económica netamente definida. Existen diversas medidas de política microeconómica que tratan de atajar el exceso de poder de los sindicatos o de las empresas, tales como las políticas de ingresos, precios y salarios y las políticas antimonopolistas.

Sin embargo, en su origen la inflación de costos supone que existen restricciones en la oferta y por consecuencia ante cambios en la demanda la elasticidad de cambio de la demanda respecto a la oferta es mayor a la unidad, por consecuencia el ajuste que se da es el incrementar los precios para ajustar la velocidad de la oferta a la

---

<sup>4</sup> / Joshep Ramos, " Políticas de estabilización" en Lecturas de Economía Política, UAM-I, p. 21

<sup>5</sup> Ibid, p. 22

demanda, de forma tal, que la elasticidad tienda a la unidad o bien que la velocidad de cambio de la demanda se reduzca.

Factores como el costo financiero del crédito, tipo de cambio subvaluado, alto componente de insumos importados o bien salarios, son de los principales factores de costos que pueden alterar la integración del costo primo de los bienes y servicios y por consecuencia ante restricciones en los márgenes de rentabilidad los empresarios se ven en la necesidad de trasladar dicho aumento de costos al consumidor final. Este fenómeno se produce sobre todo cuando la producción de un bien o servicio es difícil que pueda ser sustituido a través de importaciones que compensen el déficit de oferta sobre todo en aquellas economías que mantienen un esquema de economía cerrada o sobreprotegida.

Sin embargo, la presión de costos a precios de los productores domésticos tiende a reducirse cuando se produce un proceso de apertura comercial que permite la libre competencia a nivel internacional y por tanto la competencia externa obligue a los agentes económicos a reducir su margen de utilidad y reducir la presión sobre los precios. Esta situación, puede ser ilustrada al inicio del ingreso de México al Tratado de Libre Comercio con Norteamérica, que favoreció la competencia internacional y por consecuencia contribuyó a la reducción de la presión de los precios internos.

Por otra parte, existen condiciones en donde el monopolio de la producción o de la oferta, produce distorsiones de mercado como el monopolio, en donde el mercado deberá absorber dichos bienes al precio fijado por los productores es decir la fijación de los precios no opera en este caso bajo el esquema del mercado o sea a través de la relación entre oferta y demanda.

En este caso, podemos citar el caso de los Estados Unidos de América que al inicio de la década de los setenta, presentaba un alto grado de dependencia por las importaciones de petróleo, que en ese momento los precios del energético registraban un alza de precios, por tanto, el aumento de precios de sus importaciones de petróleo produjo un fuerte efecto sobre la inflación de costos que se tradujo en que la

economía norteamericana registrará tasas de inflación de más de un dígito, lo que provocó serios efectos sobre su estructura productiva y no fue hasta que se produjo un aumento de la oferta internacional a finales de la década señalada que la inflación empezó a ceder terreno.

Otro ejemplo, de este proceso se pudo observar en México durante los años ochenta en donde la excesiva dependencia de la economía mexicana por insumos importados produjo una aceleración del proceso denominado devaluación-inflación-devaluación, que implicó que se llegará al proceso de la inflación inercial, con serias consecuencias sobre las pequeñas y medianas empresas y el empleo.

#### **4.- Inflación por Factores Estructurales**

Emparentados con la inflación de costos están los enfoques estructuralistas que señalan que la rigidez pertinente es la baja elasticidad precio que tienen, en especial, las exportaciones tradicionales y la producción agrícola. De ahí que caídas en los términos de intercambio o de la producción agrícola lleven a fortísimas alzas en el tipo de cambio o de los precios agrícolas, creando enorme presión inflacionaria por el lado de los costos. ( ... )<sup>6/</sup>

La explicación estructuralista más conocida de la inflación se originó en los estudios de economistas latinoamericanos relacionados con el Centro de Estudios Económicos para América Latina (CEPAL), en la década de los cincuentas.

Las medidas de política económica aconsejadas por los estructuralistas están encaminadas a desbaratar los cuellos de botella que se registran a nivel sectorial e intrasectorial del sector real de la economía. Una política frecuentemente recomendada ha sido la reforma agraria. En América Latina hay una fuerte controversia entre monetaristas y estructuralistas, estos últimos no creen en la eficiencia de las políticas monetarias y fiscales, que se dirigen a los mecanismos propagadores y no a las causas estructurales. Los partidarios del estructuralismo

---

<sup>6</sup> Ibid, p. 23

llaman, en general, monetaristas a quienes aceptan las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional, organismo que se inclina por las medidas contraccionista de tipo monetario y fiscal, recomendaciones que ha hecho a varios países latinoamericanos que han acudido al financiamiento del FMI por problemas de balanza de pagos y tipo de cambio.

#### **4.1.- La Curva de Philips**

Entre los aspectos teóricos de la inflación es importante mencionar brevemente las principales ideas de lo que se conoce como curva de Phillips. El mensaje del hallazgo de Phillips era muy claro para la política económica: si se quiere reducir el desempleo debe aceptarse un mayor grado de inflación, y viceversa. Sin embargo, desde mediados de la década de 1960, algunos autores atacaron la curva de Phillips, por un lado el análisis estadístico reciente, según el cual las relaciones entre inflación y desempleo no se mostraron tan claras como antes, pese a que aumentaba el desempleo, la inflación no disminuía. Otro ataque vino de la teoría monetaria, según ésta, la relación se obstaculizaba también porque había una tasa natural de desempleo, que era el límite hasta donde podía llegar la política de intercambiar empleo por inflación.

En la actualidad en donde la economía de mercado se caracteriza por una estrecha interrelación de los mercados a nivel mundial, se ha observado que la tesis central de Phillips ha dejado de operar ya que por el contrario la evidencia empírica muestra un proceso inverso, es decir, que a menor inflación se produce un efecto positivo sobre la reducción del desempleo y no como lo demostró en su análisis la Curva de Phillips. La Curva de Phillips establecía conforme al periodo histórico en que se realizó 1861 a 1957 en el Reino Unido, su estudio se centraba en la relación que guardaban el crecimiento de los salarios en relación al desempleo, o sea que entre

más bajo es el crecimiento del salario real por efecto de la mayor inflación los agentes económicos están más dispuestos a elevar el empleo y a la inversa.

“...la curva de Philips es una relación inversa entre la tasa de desempleo y la tasa de crecimiento de los salarios monetarios; cuanto más elevada es la tasa de desempleo, menor es la tasa de incremento de los salarios monetarios o, expresado con otras palabras, existe una relación de intercambio, o un compromiso, entre la inflación de salarios y el desempleo.”<sup>7/</sup>

Sin embargo, en la actualidad la existencia de sindicatos y de la racionalidad de los agentes económicos en cuanto a los efectos negativos de la propia inflación sobre las expectativas de la inversión en el corto plazo, refutan en la realidad este comportamiento planteado por la curva de Philips.

## **5.- La Inflación Inercial**

Después, de haber comentado los aspectos genéricos sobre las causas que originan la inflación por demanda y costos principalmente supondríamos que las distorsiones en los precios tienen su origen en las fuerzas que regulan el mercado, es decir se producen por desajustes entre la oferta y la demanda bajo condiciones de mercado casi perfecto. Sin embargo, en la moderna economía esto no sucede necesariamente de esta forma existe otro tipo de inflación que cobra vida por si misma y tiende a tenderse autónoma es decir normalmente supondríamos que en las fases bajas de ciclo económico los precios tenderían a disminuir para compensar la reducción de la demanda pero las imperfecciones existentes en el mercado mundial que se empezaron a registrar a partir del monopolio de los productores de petróleo en la década de los setentas mostraron que por si mismos estos eran capaces de administrar sus precios causando una espiral inflacionaria a nivel mundial, sobre todo en aquellos países dependientes de las importaciones del energético.

---

<sup>7/</sup> Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer, “Macroeconomía”, Ed. Mc. Graw Hill, México 1992, p 554

así "... al contrario de las predicciones de la teoría neoclásica, la desaceleración económica no contribuyó a una reducción de la presión inflacionaria. Las corporaciones tenían que pasar a los precios no sólo el incremento en el precio del petróleo, sino también, las expectativas (y la realidad) de una disminución en las ventas debido a una recesión general, aunque moderada, de la economía mundial a partir de 1994. Los incrementos en, o incluso los intentos por aumentar, los márgenes de las corporaciones en ese momento ciertamente resultaron en la aceleración de la inflación en todo el mundo."<sup>8/</sup>

Como se puede desprender del párrafo anterior, los movimientos de los precios respondían independiente de los cambios en la demanda, la necesidad de los agentes económicos por mantener su margen de ganancia a pesar de la reducción de la demanda provocaba un crecimiento de la inflación que se reproducía, incluso en algunos casos de manera anticipada al propio movimiento de los precios a nivel general, es decir en los casos en que algunos sectores de la economía se atrasaban en la compensación de su margen de ganancia, otros lo hacían de manera adelantada favoreciéndose en última instancia la espiral inflacionaria, la cual no guardaba ninguna relación real con los costos unitarios de producción en la economía sino que los precios se fijaban con base en las expectativas de los agentes económicos.

Los autores señalados anteriormente establecen una serie de conclusiones acerca de la inflación destacando las siguientes:

“Séptimo, esta administración de precios deja en claro que la inflación puede ser independiente de la demanda excesiva. Es el resultado de una lucha no declarada por la división del ingreso entre las propias corporaciones, entre corporaciones y sindicatos, entre corporaciones y consumidores y entre los varios sectores de la economía.

---

<sup>8/</sup> Luiz Bresser Pereira y Yoshiaki Nakano, “La teoría de la inercia inflacionaria”, Ed. FCE, México 1989, p. 67

os agentes económicos, en el proceso del conflicto distributivo, cambian sus  
alternativamente, uno después de otro, creando la inercia inflacionaria o  
n autónoma. <sup>9/</sup>

### **Consideraciones sobre la Teoría Monetarista de la Inflación.**

e una gran controversia en cuanto a los determinantes de la inflación, por un  
la teoría monetaria tienden a argumentar que la cantidad de dinero es el  
rminante fundamental del nivel de precios y de la actividad económica, que el  
crecimiento excesivo del dinero es responsable de la inflación y que su crecimiento  
estable lo es de las fluctuaciones económicas. Puesto que consideran que las  
variaciones de la tasa de crecimiento del dinero son la causa de la variabilidad del  
crecimiento real, tiende naturalmente a defender una política monetaria de  
crecimiento reducido y constante de la oferta monetaria: una norma de crecimiento  
constante del dinero.

“Digamos que  $M$  es la oferta nominal,  $p$  el índice de precios y  $Y$  el ingreso real;  $V$ , la  
velocidad ingreso del dinero, es dada como  $V = Yp/M$ , y la ecuación de cambio,  
también por definición, es dada como  $MV = Yp$ .

Si  $V$  es constante, entonces  $M$  será directamente proporcional a  $Yp$  por definición.  
Entonces es necesario determinar la relación causal entre  $p$  y  $M$ .

Un incremento en la oferta monetaria sólo será un factor que causa inflación, y por  
tanto, en la terminología que estamos empleando, que acelera la inflación, si este  
incremento: 1) fuera convertido en demanda efectiva, y 2) si esta demanda efectiva  
fuera mayor que la demanda agregada en una situación de pleno empleo y plena  
capacidad.” <sup>10/</sup>

---

<sup>9/</sup> / Op. Cit. p 77

<sup>10/</sup> / Op. Cit. p. 99

el punto de vista monetarista la causa determinante que modifica la estructura de precios relativos esta vinculada con el comportamiento de la base monetaria en la economía, la cual puede ser generada por la expansión del gasto público mayor a los gastos, implicando una reducción de la disponibilidad de recursos que pudieran destinarse al crédito para la inversión privada y el crecimiento económico.

La expansión monetaria simplemente se mantiene a la par con las alzas de precios, convirtiéndose en una de las variables endógenas del sistema, en vez de ser una variable exógena, como lo sostiene el pensamiento lineal de los monetaristas.

La correlación entre una oferta monetaria incrementada y la tasa de inflación ésta no es más allá de toda duda, pero la dirección de la relación causal es justo la opuesta a la que afirma el monetarismo.”<sup>11/</sup>

Pese a lo que es señalado por estos autores en términos del componente endógeno de la oferta monetaria sobre la inflación en la realidad su control es decir el manejo de una política de restricción monetaria si tiene un efecto directo sobre la movilidad de los precios relativos en la economía.

Por ejemplo, lo anterior se puede ilustrar para el caso de México de acuerdo al documento “Política Monetaria Programa para 1999”, que establece en sus puntos centrales lo siguiente: “El programa monetario para 1998 se diseñó ante la eventualidad de que tuviera que aplicarse en un ambiente internacional hostil. Por esta razón, el programa previó el uso de reglas específicas para evitar la causa más elemental de inflación: la generación de excesos de oferta de dinero. Además, y de gran importancia en la coyuntura prevaleciente, el programa estableció la posibilidad de ajustar la postura de la política monetaria a través de acciones discrecionales en caso de perturbaciones inflacionarias imprevistas.

En congruencia con ello, y en respuesta a los sobresaltos inflacionarios, durante 1998 el Banco de México restringió progresivamente la política monetaria. La intención

curar que las variaciones del INPC, consecuencia de los choques, se quedaran impactos de una sola vez, y afectaran lo menos posible tanto las expectativas de inflación como la inflación subyacente. De ahí que en el transcurso del año 1995, el banco central haya aumentado seis veces el "corto". Al poner en "corto" al sistema bancario, el banco central ejerce influencia al alza sobre las tasas de interés. Este impulso se produce, sobre todo, por la señal que a través de esa acción se envía al mercado, indicando que el banco central considera que las tasas de interés deben elevarse"<sup>12/</sup>

De lo anterior se desprende la importancia que tiene el control de la liquidez sobre la inflación desde el punto de vista monetarista lo que ha quedado validado por la realidad en el caso de México.

---

<sup>11</sup> / Op. Cit. p. 101

<sup>12</sup> / Banco de México, "Política Monetaria Programa para 1999", México 1999, p. 26

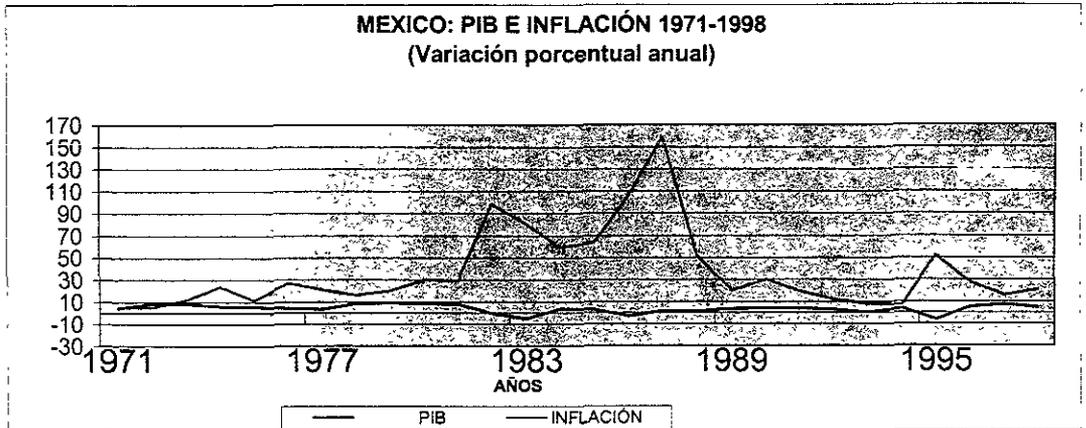
## CAPITULO II

### II. EVOLUCION RECIENTE DE LA INFLACION

#### 1. La Inflación en México

En la historia reciente de la economía mexicana se registra un periodo inflacionario fuerte que se inicia en 1973 y dura hasta la fecha.

GRAFICA 1



FUENTE: Banco de México, Revista El Mercado de Valores, Abril de 1999, p.32.

Sin embargo es importante señalar que le precedió una época de estabilidad de precios de 1956 a 1972, la llamada época de desarrollo estabilizador, en la cual el crecimiento promedio anual de la inflación fue de 2.88%, y de 6.30% el crecimiento del PIB real, según datos del Banco de México.

El sexenio presidencial 1971-1976, se caracterizo por un cambio de orientación en la política económica, se condenó al desarrollo estabilizador y se trato de implantar el nuevo modelo de desarrollo compartido. Hubo un progresivo distanciamiento con el

sector privado, lo que originó desconfianza, restricción de la inversión privada y huida de capitales, así como una fuerte alza en los ingresos y en los gastos del gobierno.

El año 1971 fue de ajuste y el de 1972 de recuperación, todavía con índices bajos de inflación, sin embargo, ésta paso de 5% en 1972 a 12.04% en 1973 como resultado de la política expansionista que se prolongo hasta la primera mitad del año. En 1974 la inflación era evidente y se manifestaban problemas en diferentes sectores de la economía. En 1975 fue un año de recesión, sin que cediera la presión inflacionaria. En 1976 el sistema se declaro en crisis y se culminó con una devaluación que convulsionó al país, que había vivido más de 20 años de estabilidad cambiaria.

Las principales causas inflacionarias del sexenio fueron, del lado de la oferta, el estancamiento de la agricultura, la contracción de la inversión privada y también presiones inflacionarias externas, que se desataron en el mundo por el alza del precio del petróleo. Por el lado de la demanda influyeron el crecimiento desmesurado del gasto público y el fuerte aumento de la oferta monetaria. Las tasas promedio del periodo fueron de 14.06% para la inflación y de 6.18% de crecimiento del PIB.

El sexenio 1977-1982 inició con los problemas generados por la crisis de 1976. El primer año fue necesario recuperar la confianza y la economía.

A partir del segundo año apareció el petróleo como elemento determinante de la política económica, dedicándole una gran parte del gasto publico para su explotación generando en el conjunto de la economía, un impulso del gasto a niveles que el aparato productivo apenas podía satisfacer, con lo que se fueron generando rigideces en todo el sistema y al final, en el penúltimo año del sexenio, cuando bajaron los precios del petróleo y disminuyeron las exportaciones, empezó a incubarse la crisis más fuerte de toda la historia económica del país en el presente siglo, la que fue creciendo en intensidad hasta explotar en los desequilibrios y devaluaciones sucesivas de 1982.

Cuadro 1

**MEXICO: PIB E INFLACIÓN 1971-1998**  
(Variación porcentual anual)

<b>Años</b>	<b>Crecimiento Del PIB</b>	<b>Inflación</b>
1971	4.19	5.26
1972	8.47	5.00
1973	8.43	12.04
1974	6.10	23.75
1975	5.63	11.20
1976	4.23	27.10
1977	3.45	20.70
1978	8.25	16.20
1979	9.16	20.00
1980	8.33	29.80
1981	7.95	28.70
1982	-0.55	98.80
1983	-5.28	80.80
1984	3.68	59.20
1985	2.78	63.70
1986	-3.53	105.70
1987	1.70	159.20
1988	1.30	51.60
1989	3.10	19.70
1990	4.40	29.90
1991	3.60	18.80
1992	2.80	11.90
1993	0.40	8.00
1994	3.50	7.00
1995	-6.80	51.90
1996	5.10	27.70
1997	7.50	15.70
1998*	4.80	21.00

FUENTE: Banco de México y Revista El Mercado de Valores, Abril de 1999, p.32

Durante el sexenio 1977 -1982 las tasas promedio anual de crecimiento fueron de 35.70% para la inflación y 6.10% para el PIB.

El sexenio 1983-1988 tomó el poder afrontando una crisis superior a la de 1976, en donde los nuevos propósitos se plantearon en un plan nacional de desarrollo que sustituyó al Plan Global.

Se tuvieron que tomar medidas enérgicas para disminuir el enorme déficit de las finanzas públicas, elevando los ingresos y disminuyendo el gasto, parece que se puso más énfasis en lo primero, principalmente a base de aumentar los precios de los bienes y servicios públicos, el verano de 1985, marca la agudización de la crisis empezando con una caída sin precedentes en el precio internacional del petróleo.

Aunado a la caída de los precios del petróleo, la falta de financiamiento externo durante todo el año, hizo que 1986 alcanzara verdaderas dimensiones de crisis, año en que por primera vez en la historia de la economía mexicana, el crecimiento de la inflación alcanza una cifra de tres dígitos 105.70%.

A fines de 1987, se agrava aun más la crisis con el crack de la Bolsa Mexicana de Valores provocando un ambiente de incertidumbre y un crecimiento en la inflación dando lugar a una intensa fuga de capitales que culminó con la devaluación de noviembre de 1987, lo que llevó al país a un proceso hiperinflacionario, alcanzando en ese año la inflación de 159.20%, la más alta en la historia, hasta el momento, en el país.

## **2. Factores Internos y Externos de la Devaluación del Peso en 1982**

El periodo de crecimiento acelerado registrado en 1978 -1981, estuvo caracterizado por el deterioro progresivo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, a pesar del acelerado incremento de los ingresos por exportación de petróleo. El desajuste en la cuenta corriente se agravó en 1981, cuando se presentó un aumento de 50% respecto al año anterior, debido al déficit creciente de la balanza comercial y al elevado pago de intereses de la deuda externa, expresado en el déficit de la balanza de servicios financieros.

Al elevarse las importaciones por encima de las exportaciones, se profundizó la tendencia a recurrir al endeudamiento externo como mecanismo de financiamiento. Las necesidades de recursos de nuestro país se conjugaron con la existencia de

liquidez excesiva a nivel internacional, de tal manera que México, con elevadas reservas petroleras y promisorias perspectivas, se convirtió en un excelente cliente de los banqueros a nivel mundial, ello posibilitó a México a obtener cuantiosos créditos en favorables condiciones.

De esta forma, en un primer momento el endeudamiento sirvió como mecanismo de financiamiento de importaciones, sin embargo, la persistencia del crecimiento de las compras al exterior por encima de las exportaciones, propició que se recurriera en exceso a este expediente. Esto provocó que, al aumentar el endeudamiento, también se elevara su servicio, de modo que fue necesario canalizar una proporción creciente del endeudamiento al pago de los propios servicios de la deuda.

Así el desequilibrio estructural de la economía se profundizó, propiciando a su vez una excesiva fragilidad en el sector financiero y fue por este último aspecto por donde se inició el profundo colapso de 1982.

La elevación de las tasas internacionales de interés que se inició desde fines de 1979 y se agudizó en 1980 y 1981, provocó que el pago de intereses se incrementara aceleradamente, obligando a México a la contratación de créditos de corto plazo en peores condiciones para poder cumplir con los compromisos internacionales. A ello se aunó el deterioro de los precios del petróleo en 1982, cuando se redujeron en casi 5 dólares.

Por otra parte, la existencia de libertad cambiaria y el sostenimiento del tipo de cambio, abrieron las puertas a la especulación con el peso y a una fuga de capitales sin precedente.

En suma, la fragilidad financiera propiciada por el desequilibrio estructural interno y por los niveles que alcanzó la fuga de capitales y la especulación financiera durante el periodo de bonanza petrolera y de libertad cambiaria, dieron pie a que el alza de las tasas de interés y la caída en el precio del petróleo, como parte de la coyuntura

externa y totalmente fuera del control de la política económica, tuviera efectos graves en la economía nacional, abriendo paso a la crisis de 1982.

Este deterioro se hizo aun más dramático por la brutal reducción en la canalización de créditos externos a nuestro país ocurrida en 1982, cuando prácticamente se suspendieron los créditos netos tanto para el gobierno, como para la iniciativa privada.

El estallido de la crisis obligó a profundizar el moderado deslizamiento cambiario que se efectuó de enero de 1977 a enero de 1982, en tan solo un año, 1982, el tipo de cambio libre pasó de 26.6 pesos por dólar, a 148.5 pesos por dólar es decir, una devaluación del 466%.

### **3. Factores Internos y Externos de la Devaluación del Peso en 1987**

A fines de 1987 una grave crisis financiera interrumpió el proceso de recuperación de la economía, con el desplome de la Bolsa Mexicana de Valores. En parte, ésta fue ocasionada por la caída de las bolsas de valores de Nueva York y de los principales centros financieros internacionales, pero también fue resultado de errores cometidos internamente en el manejo del mercado de valores.

El ambiente de incertidumbre provocado por este desplome y una inercia inflacionaria de 6% mensual, dieron lugar a una corta pero intensa fuga de capitales que culminaron rápidamente con la devaluación de noviembre de 1987, hecho que colocó al país en el camino de la hiperinflación. Ante ello, el gobierno mexicano tenía que decidir entre emprender otro intento de estabilización ortodoxa o combinar el ajuste fiscal con fuertes medidas para realizar el cambio estructural y combatir la inercia inflacionaria. La primera opción habría significado muy probablemente una

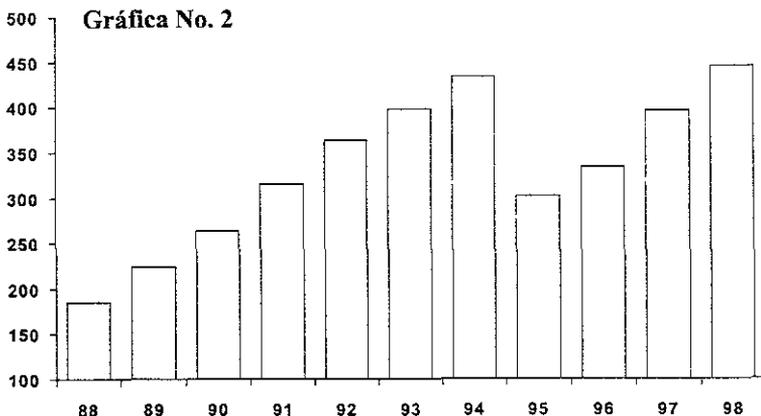
caída adicional en el nivel general de vida, mientras que la segunda, ante una baja credibilidad gubernamental, significaba la posibilidad de enfrentar el mismo destino que otros programas " no ortodoxos que habían fracasado poco tiempo antes.

#### 4. Condiciones que Influyeron en la Estabilidad del Tipo de Cambio de 1988 a Diciembre de 1994

En esta situación el país requiere de un cambio de política económica a finales de 1987, es decir, se considera que es inoperable tratar de combatir la inflación a través de la contracción de la demanda agregada, ahora el Banco de México plantea que se deben atacar drásticamente las raíces de la inflación a través de una política de ingresos por medio del fortalecimiento de los controles administrativos de varios precios, por lo que el 16 de diciembre se suscribe el Pacto de Solidaridad Económica (PSE) entre el gobierno, sindicatos y organizaciones patronales, el cual sancionaba una congelación transitoria de precios, salarios, tipo de cambio y reafirmaba el

### **PIB Nominal, 1988 - 1998**

(Miles de Millones de Dólares)



Fuente: Banco de México, México, D.F., Julio de 1999, p. 5

consenso de las organizaciones sindicales y patronales alrededor del proyecto gubernamental.

En la gráfica dos podemos observar claramente como el cambio en el modelo de política neoliberal, significó una recuperación del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), el cual medido en dólares alcanzó su máximo nivel en 1994, pasando de un nivel inferior a los 200 mil millones de dólares a más de 400 mil millones de dólares al cierre de 1994, es decir casi el doble del nivel del PIB medido en dólares lo que refleja la importancia del manejo de la liquidez y el crecimiento económico.

En diciembre de 1988, viéndose los primeros resultados favorables del pacto como la disminución de la inflación a un nivel de 51.6%, el pacto se renueva y cambia de nombre en Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE).

En diciembre de 1988, tomó posesión el gobierno de Carlos Salinas de Gortari quien siguió una estrategia de ajuste y reforma económica que fortaleció el proceso de reordenamiento de las finanzas públicas y la transformación estructural iniciada después de que comenzó la crisis de la deuda en 1982.

El programa se centró en la aplicación de políticas fiscales y monetarias más restrictivas, un tipo de cambio predeterminado con bandas de flotación al inicio de 1989, el congelamiento transitorio de los salarios y los precios del sector público y una mayor liberalización de los sectores financiero y comercial.

Las principales metas de la política monetaria durante todo el periodo fueron la reducción de la inflación y la estabilización del valor del peso.

Como resultado de dichas políticas, el PIB se recuperó con un crecimiento promedio del periodo de 3% y la inflación se redujo del 159.2% en 1987 a 8.0% en 1993 teniendo por primera vez, en más de veinte años, niveles de un dígito.

Sin embargo, algunos acontecimientos de carácter político principalmente ocurridos en 1994 llevarían a un nuevo repunte de la inflación en 1995.

En 1994 se esperaba que la política macroeconómica mantendría la misma orientación general de los años anteriores. Se permitió que el tope preanunciado de la banda cambiaría se depreciaría a una tasa anual de alrededor de 4%, esperándose que la inflación se mantuviese en niveles de un solo dígito.

A partir de 1993 los mecanismos que habían atraído capitales ya no estaban operando, además de las dificultades para obtener nuevos créditos y evitar la salida de capitales por el vencimiento de los certificados de la tesorería (cetes) en manos de extranjeros, por tal motivo se hizo la sustitución de cetes por Tesobonos, es decir, se cambio deuda interna denominada en pesos a deuda interna pero denominada en dólares, esto desestabilizó el gasto público así como el pago de la deuda (pública y privada), se ocasionaron mayores problemas en las finanzas estatales. Esta situación se ocultó por todo el periodo electoral. El primero de diciembre de 1994 asumió el mando el Presidente Ernesto Zedillo a quien le toco declarar la devaluación y el anuncio de un programa haría más ortodoxo el programa de estabilización económica ya que este estaría basado en el control de la base monetaria principalmente.

Resumiendo, el éxito del programa económico del período de 1989 a 1994, estuvo basado principalmente en el proceso de reforma económica del estado caracterizada por una reducción significativa del déficit financiero del sector público, que implicó la desincorporación y reprivatización de empresas públicas y del sector bancario.

Otro factor fue la rápida apertura comercial que se aceleró a partir de 1989, a fin de aumentar la oferta agregada a precios más competitivos, en virtud de que se reducen los aranceles y las barreras no arancelarias con lo que también se favoreció una menor presión de los precios domésticos al alza debido a la competencia internacional que significaba la apertura del comercio internacional y de la propia globalización de la economía mexicana.

La combinación de la apertura de la economía asociada a la mayor estabilidad del tipo de cambio fueron aspectos relevantes en el proceso desinflacionario durante el periodo que se señala. Sin embargo, es evidente que la apertura de la economía y por

consecuencia a la competencia internacional produjo serios daños sobre el crecimiento del empleo y de la producción ya que se produjo un fuerte cierre de pequeñas y medianas empresas que no pudieron competir con el exterior debido en parte al rezago tecnológico que la planta productiva registraba.

Es importante señalar que en este periodo el ancla nominal de los precios relativos domésticos estuvo basada en la prefijación del tipo de cambio que se ajustaba de acuerdo a la meta inflacionaria propuesta al inicio del año en los Criterios Generales de Política Económica. Adicionalmente, derivado de la autonomía del banco central el manejo de la base monetaria –liquidez-, se iría ajustando a los niveles establecidos por el movimiento cambiario y de inflación, es decir aún el modelo neoliberal no lleva a cabo una política totalmente ortodoxa basada en el control de la liquidez de la economía como sucedió después de la devaluación del peso en diciembre de 1994.

La imposibilidad de seguir manteniendo un tipo de cambio prefijado debido al bajo nivel de reservas internacionales, y dadas las expectativas inflacionarias de los agentes económicos motivaron al banco central a establecer la libre flotación del tipo de cambio, por consecuencia, el expediente único que existía para amortiguar las expectativas inflacionarias fue justamente el control de la liquidez.

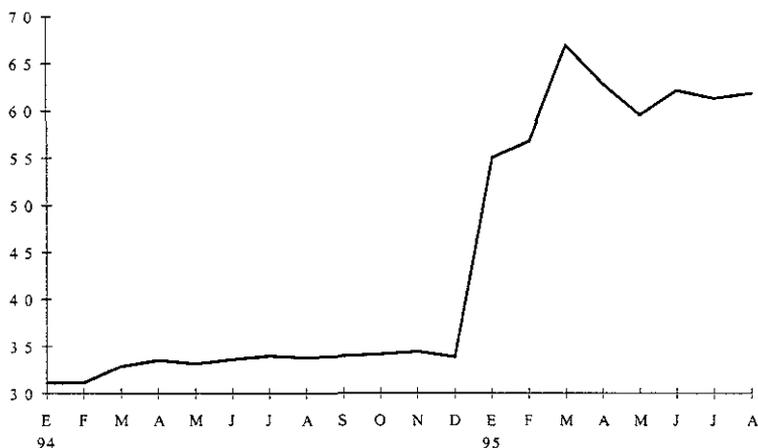
En la siguiente gráfica, se observa claramente el salto en el tipo de cambio que dio lugar a la crisis de 1995, es importante destacar también como la estabilidad del tipo de cambio hasta 1994, se vio reflejada en un menor crecimiento de los precios, lo que confirma en buena medida la importancia que tuvo el manejo de la política cambiaria como ancla nominal de los precios relativos en la economía mexicana durante el periodo de 1989 a diciembre de 1994.

Sin embargo, se afirma por algunos analistas que el origen de la crisis obedeció al fuerte desequilibrio que se presentó en la cuenta corriente y que por consecuencia repercutió en las expectativas devaluatorias de los agentes económicos, pero no debemos de olvidar el importante efecto que tuvo sobre la confianza de los inversionistas la inestabilidad política iniciada desde principios de 1994 con el

movimiento chiapaneco, que se vino a, agudizar con la muerte del candidato del partido oficial en marzo y posteriormente el asesinato de Fco. Ruiz Massieu.

Gráfica No. 3

### Tipo de Cambio



(Pesos por Dólar)

Fuente: Banco de México, México, D.F. Diciembre de 1999, p. 53.

De esta forma en un estudio de la OCDE, se dice “El marco actual de política es resultado, tanto de la iniciativa que otorga independencia al Banco Central, concretada en 1994, como de las respuestas a la evolución de la crisis en 1995. Ya entre 1990 y 1994 se había realizado un relajamiento gradual de la rígida ancla que constituía la tasa de cambio. A finales de 1994 se abandonaron las restricciones restantes a la flexibilidad del tipo de cambio, cuando la banda de fluctuación mostró ser insuficiente para manejar la pérdida de confianza del peso. Bajo el nuevo marco, no hay ningún compromiso del Banco Central en cuanto al nivel de la tasa de cambio.”<sup>13/</sup>

<sup>13/</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), “Estudios Económicos de la OCDE 1997 – 1998”, México 1998, p.39

## CAPITULO III

### III. EL CONTROL DE LA LIQUIDEZ E INFLACIÓN A PARTIR DE 1995.

#### 1. La Política Monetaria

Se puede definir a la política monetaria como el conjunto de acciones implementadas por la autoridad, orientadas a influir sobre la composición de la cartera de activos de los agentes económicos.

En términos mucho más simples se dice que la política monetaria envuelve los cambios de la oferta de dinero<sup>14/</sup>. También podemos decir que la política monetaria describe el control del gobierno sobre la oferta monetaria y el sistema bancario, hecho a través de la compra y venta de activos financieros del gobierno por parte del banco central.

Como en el caso de la política económica general, la política monetaria cuenta con un conjunto de variables: Las objetivo, las instrumentales, las de apoyo y las intermedias. Y el método de su implementación también es similar al de la política económica, es decir, primero se fijan los objetivos deseados, luego se escogen las variables instrumentales y las de apoyo que han de actuar sobre las variables intermedias más convenientes, para que estas a su vez muevan en el sentido deseado a las variables objetivo para el logro de las metas fijadas.

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

---

<sup>14/</sup> Hall, R & Taylor, J "Macroeconomics" W W Norton & Company, 1991, P. 102.

## ◆ Las Variables Intermedias de la Política Monetaria

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

## ◆ La Oferta Monetaria

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

Podemos definir a la oferta monetaria como el conjunto de medios dinerarios que circulan en una economía<sup>15/</sup>. Cabría entonces incluir aquí tanto a los medios que sirven para realizar transacciones, como a los medios para atesorar valor y a los medios para diferir pagos a futuro.

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

---

<sup>15/</sup> Ortiz, Soto, "El Dinero: la teoría, la política y las instituciones", México, D.F. 1992 Ed. FCE, p. 116.

Se puede decir entonces, que la oferta monetaria es igual a la base monetaria multiplicada por el multiplicador bancario. Por lo tanto, las variaciones en la oferta monetaria son producto de las variaciones en la base monetaria. Sin embargo, hay otros factores que también ejercen su influencia sobre la oferta dineraria. La oferta monetaria crece cuando aumentan la tasa de interés bancaria activa, el nivel de la actividad económica y las reservas creadas por el banco central. Del mismo modo, la oferta monetaria disminuye cuando aumentan la tasa de encaje legal asociada a la captación de depósitos a plazo, la tasa de redescuento y la tasa de interés de mercado abierto.

## **2. La Devaluación como Detonante de la Crisis Financiera**

A partir de 1993, los mecanismos que habían atraído capitales ya no estaban operando, además de las dificultades para obtener nuevos créditos y evitar la salida de capitales por el vencimiento de los Certificados de la Tesorería (Cetes) en manos de extranjeros, por tal motivo se hizo la sustitución de Cetes por Tesobonos, es decir, se cambió deuda interna en moneda nacional por deuda denominada en moneda extranjera, esto desestabilizó el gasto público así como el pago de la deuda (pública y privada), se ocasionaron mayores problemas en las finanzas estatales. Esta situación se ocultó por todo el periodo electoral. El primero de diciembre de 1994 asumió el mando el presidente Ernesto Zedillo a quien le tocó declarar la devaluación y el anunció un programa que corregiría el modelo.

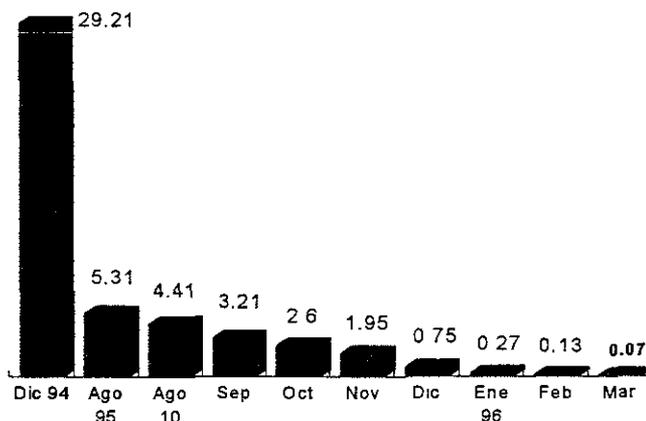
En 1994, se esperaba que la política macroeconómica mantendría la misma orientación general de los años anteriores. Se permitió que el tope preanunciado de la banda cambiaría se depreciaría a una tasa anual de alrededor de 4%, esperándose que la inflación se mantuviese en niveles de un solo dígito.

El 20 de diciembre de 1994 se anunció una devaluación del 15%, lo que provocó en los mercados financieros una grave especulación, dándose una fuerte fuga de capitales, enfrentando el país una nueva crisis.

La devaluación término con la estabilidad fiscal Lo que explica esta situación es que, al no poderse generar un crecimiento sostenido y a largo plazo de capitales y al disminuir las reservas internacionales, se crearon las condiciones que hicieron insostenible la paridad cambiaria; esta situación incidiría directamente sobre las finanzas públicas, al aumentar la carga del servicio de la deuda interna en términos de pesos y la desvalorización de los pasivos externos. A lo anterior se agrega que gran parte del capital externo estaba en valores gubernamentales y en la bolsa de valores, es lógico que cuando se devaluó el peso las inversiones a plazos que aún no se vencían recurrieran a su cancelación inmediata. Además, se desata la inflación y, al contraer la actividad económica, afecta los ingresos públicos en términos reales.<sup>16/</sup>

Gráfica No. 4

### Saldo Vigente de Tesobonos



(Miles de Millones de Dólares)

Fuente: Banco de México, "Indicadores Monetarios", México D.F. 1997, p.25

<sup>16</sup> Gerardo González Chávez "La crisis actual y el Estado neoliberal", en México: pasado, presente y futuro, México, Siglo XXI - Itec, 1996, p. 115.

Otro efecto importante de la devaluación fue el empeoramiento de la situación de los bancos.

(...)a) el aumento del coeficiente de cartera vencida como resultado de la recesión y del aumento de las tasas de interés; b) el aumento del servicio de la deuda externa de los bancos y c) la acumulación de pérdidas cambiarias al haber apostado incorrectamente a una revaluación después de la elección del candidato del PRI.<sup>17/</sup>

Cabe destacar que si bien algunos analistas atribuyeron la devaluación de 1994, al saldo de la balanza en cuenta corriente y a la dolarización de economía debido a las tenencias de tesobonos en manos de extranjeros en la gráfica cuatro podemos observar que debido a los plazos de los tesobonos los inversionistas extranjeros no pudieron sacar sus capitales a partir de agosto de 1994 en donde su saldo se reduce a casi una cuarta parte, aquí se refleja que la salida de capitales en buena medida estuvo estimulada principalmente por los propios inversionistas nacionales.

#### ◆ Criterios de Política Económica para Encarar la Crisis

En 1995 se firmó el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE), luego cambiado por Programa de Acción para Reformar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE).

La política económica se encaminó a enfrentar los efectos de la devaluación y el desequilibrio de la balanza de pagos fue con la estrategia recomendada mediante acuerdos signados con el FMI.

La devaluación ha roto con la estabilidad de precios señalada como indispensable para el crecimiento sostenido en la economía. La reducción de la inflación que se había alcanzado en 1988 hasta el 22 de diciembre de 1994 se había sustentado en un tipo de cambio sobrevaluado que generaba una competencia desleal frente a las importaciones. (...) <sup>18/</sup>

---

<sup>17/</sup> Miguel Ángel Rivera Ríos, "La nueva crisis de la economía mexicana: 1994-1995" en Investigaciones Económicas México, Vol. LVI, núm. 216, abril-junio, 1996, p. 72.

<sup>18/</sup> Arturo Huerta G., "La inviabilidad de la política de ajuste para encarar la crisis" en Momento Económico, México, núm. 77, enero-febrero 1995, p. 4.

En este nuevo periodo de crisis, la economía mexicana se encuentra con un nuevo repunte de la inflación alcanzando un nivel de 51.9% y una variación en el PIB de -6.8% en 1995

Por otro lado para enfrentar la crisis bancaria, el gobierno optó por la vía de rescate a través de diferentes programas, uno el programa de capitalización temporal (Procapte) y el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa).

**Cuadro No. 2:**

**MEXICO: PIB E INFLACIÓN 1994-1998**  
(Variación porcentual anual)

Años	Crecimiento del PIB	INFLACIÓN
1994	3.50	7.00
1995	-6.80	51.90
1996	5.10	27.70
1997	7.50	15.72
1998	4.80	21.00

FUENTE: Banco de México y Revista El Mercado de Valores, Diciembre de 1999, p.p. 5 y 18.

La vía por la cual optó el gobierno de Zedillo fue la de rescatar a los bancos preservando el derecho de los accionistas bancarios como grupo. Para lograrlo, se llevo a cabo un amplio programa de rescate de los bancos utilizando dos tipos de fondos: uno , destinado a elevar los niveles de capitalización bancaria por encima de 8% (el Procapte ); El otro, para resolver problemas de insolvencia absorbiendo cartera vencida (el Fobaproa). (...) <sup>19</sup>

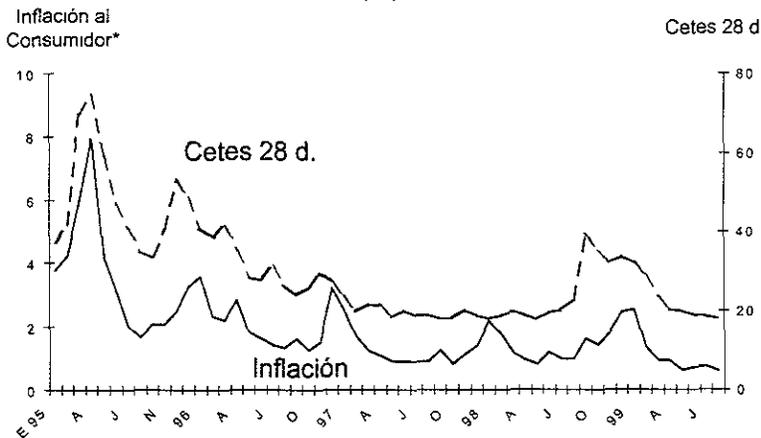
### 3. Políticas de Estabilización

<sup>19</sup> / Miguel Angel Rivera Rios, op cit. P. 72

Se puede percibir que coexisten de manera diferente las tres presiones inflacionarias en los diversos periodos de inflación analizado: las de demanda, las de costos y las estructurales. La inflación de demanda se origina frecuentemente en el exceso de gasto público que ha ocasionado déficit de las finanzas públicas y cuando se ha financiado con creación de dinero por parte del Banco Central. La inflación de costos proviene tanto del exterior, con aumento de precios de importaciones, como del interior, por las crecientes cargas impositivas, fiscales y laborales. Finalmente, la estructura defectuosa de la economía mexicana (concentración del ingreso, problemas de producción agrícola y de tenencia de la tierra, proteccionismo industrial) ha provocado también cuellos de botella que dan también razón, en parte a los estructuralistas.

**Gráfica No. 5**

## **Inflación y Tasa de Interés** (%)



\* Variación Mensual

Fuente: Banco de México, "Sistema Armonizado de Información", Noviembre de 1999, Sección Financiera.

La respuesta usual contra la inflación, por parte de la política económica gubernamental, ha sido la contracción monetaria y el control de precios. La política

fiscal, no ha tendido a ser anticíclica, si no se ha usado como promoción del desarrollo, solamente en casos extremos, como después de 1982, se recorta el gasto publico, lo cual también contribuye el déficit de finanzas publicas, que no puede seguirse sosteniendo en tan altos niveles.

“ La política de los pactos permitió reducir la inflación a partir de 1988 y se alcanzo el saneamiento de las finanzas publicas en 1991, pero a costa de aumentar el desequilibrio productivo, de mantener alta liquidez financiera, creciente desempleo y déficit del sector externo”<sup>20</sup> / “

A partir de 1995 la política económica para combatir la inflación fue con las estrategias recomendadas mediante acuerdos con el FMI.

Sin embargo, es importante destacar que después del desajuste cambiario de diciembre de 1994 que implicó una fuerte distorsión de los precios relativos domésticos derivado del ajuste en los precios de la oferta y de los desajustes estructurales sobre todo si consideramos el alto nivel de la elasticidad de las importaciones sobre la actividad económica interna obligó a las autoridades monetarias y en particular al Banco de México a abandonar la estrategia anti-inflacionaria basada en el manejo del tipo de cambio como ancla nominal de precios.

Frente a esta situación, la opción más viable de política económica fue enfrentar la situación de emergencia económica aplicando una política monetaria restrictiva que si bien, implicaría una reducción significativa de la demanda interna vía la elevación de las tasas de interés domésticas (Ver gráfica No. 5) y por consecuencia final reducir la actividad económica y la elevación del desempleo. La intención central de esta política era la de absorber por una sola vez los efectos que se presentaban sobre la inflación de oferta ocasionada por la elevación en el costo de los insumos, maquinaria y equipo importados sobre la estructura de costos de la planta productiva nacional.

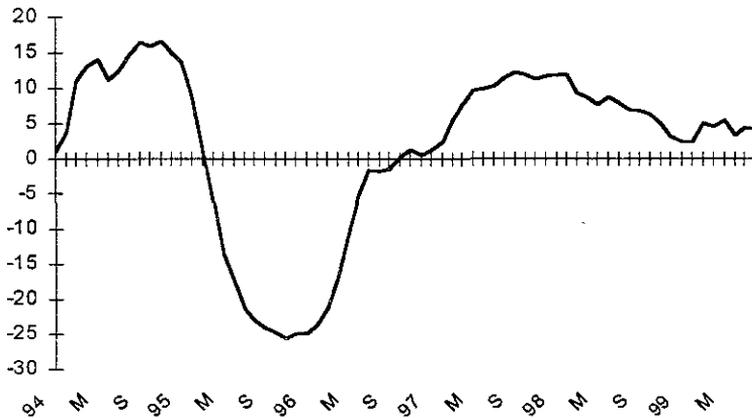
---

<sup>20</sup> Arturo Huerta, G., La política neoliberal de estabilización económica en México, México, Diana, 1994 p. 25

Gráfica No. 6

### **Base Monetaria Real**

(Variación % Anual, Promedio Móvil 3 Meses)



Fuente: Banco de México, "Indicadores Monetarios", México, D.F. 1999, p33

La estrategia monetaria basada en el control de la base monetaria a partir de enero de 1995, tuvo resultados inmediatos ya que desde mediados de ese año se observó una trayectoria descendente de la inflación provocada por costos, es decir se evitó caer en un proceso de espiral inflacionaria de devaluación-inflación-devaluación, como la registrada en la década de los ochentas.

Cabe destacar, que el choque de oferta se vió atenuado en parte por la apertura comercial de la economía mexicana, ya que esta permitió por un lado mantener la oferta bienes a precios internacional y por otro lado compensar la caída de la demanda interna mediante el aumento de las exportaciones. De hecho, por el lado de

la demanda las exportaciones fueron elemento dinamizador de la actividad económica desde mediados de 1995 y todo 1996.

En este sentido, la política monetaria (Ver Gráfica No. 6) se centro sobre una política de tipo ortodoxo en su totalidad es decir, se puede afirmar que la llamada política neoliberal fue retomada con mayor énfasis a partir de 1995, debido a que la expansión o movimientos de la liquidez en la economía se manejaría en función de las variables objetivo de precios (p), crecimiento económico (q) y el proceso de remonetización (velocidad de circulación del dinero v), de la economía que se presentará con base a la trayectoria que registrará la inflación. Por tanto la expresión matemática de esta estrategia se establecería de la siguiente manera:

$$m * v = p * q$$

en consecuencia la oferta monetaria y en consecuencia los movimientos de la base monetaria se ajustarían a las previsiones de crecimiento previstas por la política económica, mediante el documento de “Criterios de Política Económica”, que se presentarían ante la cámara de diputados para su aprobación, en este sentido se tendría el siguiente esquema:

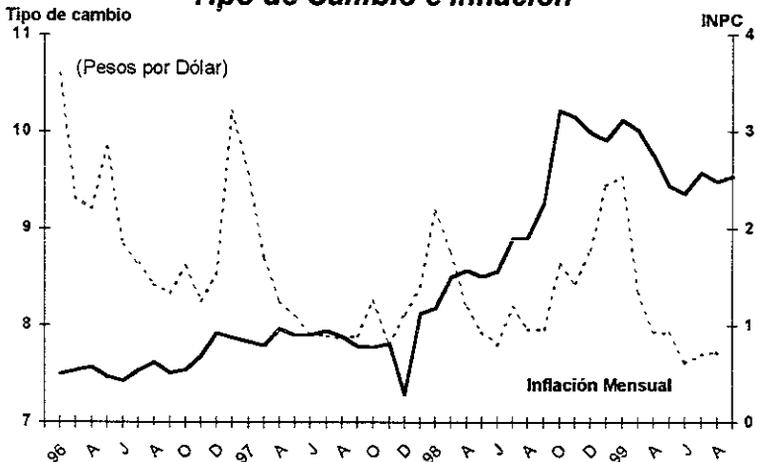
$$m = (p * q) / v$$

por consecuencia el movimiento de la inflación se vería determinado en parte por la liquidez en la economía como se puede apreciar en la siguiente expresión:

$$p = (m * v) / q$$

Es decir que la trayectoria de los precios se verían alterados por un tipo de política monetaria restrictiva o expansiva. Lo anterior, se puede observar claramente si consideramos que la liquidez en la economía altera directamente el numerador, razón por la cual entre mayor sea éste, suponiendo un crecimiento económico del Producto Interno Bruto Real de alrededor del 2.0%, el efecto de una política expansiva de la liquidez derivada de un mayor gasto público implicaría por si mismo un impacto al alza en el nivel general de los precios.

**Gráfica No. 7**  
**Tipo de Cambio e Inflación**



Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos, Diciembre de 1999, p 38

Las expectativas de los agentes económicos ante una situación de este tipo se moverían al alza provocando una mayor inflación de carácter inercial en el sentido que se adelantaría a las decisiones de política económica del estado, es por ello que en la actualidad la autoridad monetaria deberá mantener una relación adecuada en términos del crecimiento de la base monetaria a fin de lograr señales claras y confiables a los agentes económicos para no alterar sus expectativas inflacionarias.

Por ejemplo, en este caso es prudente apuntar los comentarios que se señalaron a finales de 1998, sobre todo en los que significó la volatilidad del tipo de cambio y las medidas que asumió el Banco de México para evitar presiones inflacionarias.

Es cierto que la astringencia monetaria pudo haber sido más intensa, en un intento por anular las presiones inflacionarias imprevistas. Sin embargo, dada la magnitud de las perturbaciones, la brevedad del periodo en que éstas se concentraron y el tamaño de la contracción monetaria que se hubiera requerido para neutralizar por completo las sorpresas en la inflación, la Junta de Gobierno del Banco de México no juzgó conveniente proceder de tal manera: las consecuencias sobre el sector real de la economía hubiesen sido perjudiciales. En buena medida, los perjuicios en cuestión se suscitan debido a que los agentes económicos no ajustan de inmediato a la baja sus expectativas inflacionarias, en función de las acciones de la autoridad. Así, si el banco central intentara cancelar enteramente el impacto directo de las modificaciones en precios relativos sobre la inflación, las medidas monetarias tendrían un efecto depresivo sobre la actividad económica, el empleo y la inversión, amén de otros impactos negativos sobre el sistema financiero —que incluso podrían hacer que el esfuerzo antinflacionario resultara insostenible—. Esta conclusión no atañe exclusivamente a México. Son precisamente los altos costos que acompañan a todo intento de contención brusca (o reducción acelerada) de la inflación, lo que explica la tendencia de los bancos centrales a graduar la intensidad de sus medidas, para lograr a fin de cuentas, la estabilidad de precios.”<sup>21/</sup>

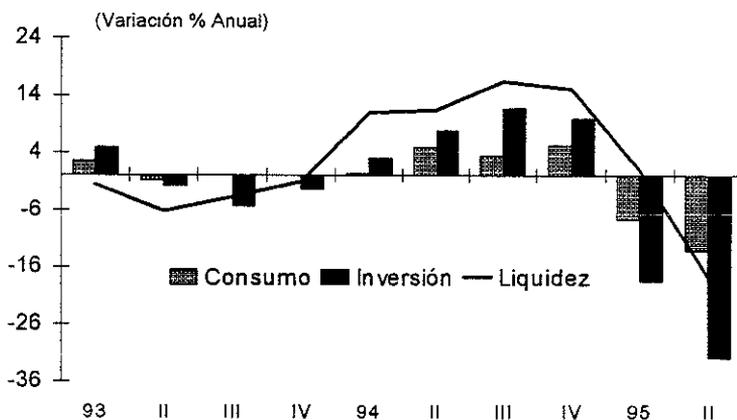
---

<sup>21/</sup> Banco de México, “Política Monetaria Programa para 1999”, México 1999, p. 29-30.

De la cita anterior, se puede desprender que la política de estabilización económica, con una trayectoria descendente de la inflación se sustentó fuertemente en el control de la liquidez interna a partir de 1995, en virtud de que el manejo del tipo de cambio no podía continuar prefijado y se buscó que este se moviera en función de la oferta y demanda de mercado y de esta forma ajustara su precio a las condiciones de libre flotación.

**Gráfica No. 8**

### **Consumo e Inversión Real**



Fuente: Banco de México e INEGI, Agosto de 1996, p.p 7 y 21.

Se puede afirmar, que la política monetaria en la actualidad ha jugado un papel relevante en el control de la inflación en México y se ha convertido en el principal instrumento de estabilización económica en los últimos cinco años.

Un recuento de lo que ha sido la política monetaria en estos últimos cinco años ilustra claramente la importancia del manejo de la liquidez como instrumento de control antiinflacionario.

### ◆ **Política Monetaria 1995** <sup>22/</sup>

El contexto macroeconómico en el que se aplicó la política monetaria de 1995 estuvo caracterizado por la devaluación del peso mexicano ocurrida en diciembre de 1994, combinada con los bajos niveles de reservas internacionales y la enorme y creciente movilidad que han adquirido los flujos internacionales de capital, volvieron conveniente la adopción de un régimen cambiario de flotación. Ello trajo consigo profundas implicaciones sobre la conducción de la política monetaria.

El programa monetario para 1995 se formuló conforme a lo siguiente:

- 1.- Limite de 10,000 millones de pesos al aumento del crédito interno neto del instituto central.
- 2.- El crédito interno neto se definió como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México.
- 3.- El crédito del banco central se manejaría cotidianamente de manera de que la oferta de dinero primario atendiera la demanda de base monetaria esperada cada día. Sin embargo, este comportamiento podría modificarse en atención a la evolución de varios indicadores, entre los cuales destacan los siguientes:
  - La evolución de la base monetaria en relación con su trayectoria deseable.
  - La evolución del tipo de cambio.
  - Las divergencias entre la inflación observada y la pronosticada.
  - Los resultados de las encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.
  - La trayectoria de otros factores, tales como las revisiones de los contratos colectivos del trabajo.

Las políticas del gobierno, al contar con el apoyo de la política monetaria, habrían de desempeñar un importante papel en la consecución de la estabilización del nivel general de los precios y de la reducción de las tasas de interés, así como en aplacar la

---

<sup>22</sup> Banco de México, informe anual 1995.

volatilidad del tipo de cambio. Los avances en estos campos mitigarían los problemas de los deudores y de la banca y, en general, sentarían bases sólidas para reanudar posteriormente el crecimiento económico.

Se decidió que en el corto plazo la política monetaria se orientara a reducir la volatilidad del tipo de cambio y, de ser posible, su excesiva depreciación. Esta estrategia propiciaría:

**Esquema No. 1**  
**El Programa Económico ha Logrado**  
**Restablecer la Estabilidad:**

- Al Establecerse una Política Monetaria de Control Monetario Acorde con la Expectativa de Crecimiento
- Al Reanudarse la Tendencia Descendente en la Inflación y en las Tasas de Interés

a).- La disminución de las presiones inflacionarias, limitando el impacto de la devaluación.

b).- El descenso de las tasas de interés, como resultado de la formación de expectativas de inflación declinante.

c).- La restauración de la revolvencia usual de los pasivos externos del país, ya fueran gubernamentales, bancarios o del sector privado no bancario.

d).- El restablecimiento de los flujos de capital externo de largo plazo hacia México y

e).- La reconstitución de las reservas internacionales del banco central.

En ese entonces, la junta de Gobierno del Banco de México resolvió ratificar el límite de 10,000 millones de pesos para el crecimiento del crédito interno neto en 1995.

Para manejar su crédito interno con mayor flexibilidad, en el mes de marzo el Banco de México decidió también adoptar un nuevo esquema de encaje llamado de encaje promedio cero.

El establecimiento de un límite al crédito interno neto del Banco de México y la adopción del nuevo esquema de encaje, tuvieron una gran importancia sobre el manejo de la política monetaria, a través de estas medidas, fue posible pasar de una política monetaria que actuaba en lo fundamental a través de la influencia directa del instituto central en la determinación de la tasa de interés, a una política orientada al cumplimiento de objetivos monetarios cuantitativos.

También se adoptaron medidas adicionales orientadas a fortalecer las ya descritas y asegurar un mejor control monetario, entre éstas es importante mencionar las siguientes:

1. Modificaciones a la mecánica de las subastas de crédito que el banco central realiza para regular la liquidez.
2. Reforma al sistema de pagos.
3. Ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de tesobonos en moneda extranjera.
4. Impulso a los mercados de futuros y opciones del peso mexicano.
5. Nueva política de información del Banco de México.
6. Liquidación anticipada de reportos sobre valores gubernamentales

La experiencia mexicana, así como la de muchos otros países confirma que la política monetaria contribuye más eficazmente al crecimiento económico y al empleo cuando se orienta a lograr la estabilidad del nivel general de precios. En congruencia con lo anterior, el objetivo primordial del programa monetario para 1995 fue contrarrestar los efectos inflacionarios de la devaluación.

◆ **Política Monetaria 1996** <sup>23/</sup>

El programa monetario para 1996 tenía como propósito específico contribuir al abatimiento de la inflación, de casi 52 % en 1995 a 20.5 % en el ejercicio de que se trata.

Se estableció un objetivo respecto del crecimiento de la base monetaria y se determino límites trimestrales para las variaciones de su crédito interno.

Para la consecución de la trayectoria de la base monetaria prevista para 1996, el Banco de México aplicó las medidas siguientes:

- 1) Ajustando diariamente la oferta de dinero primario con objeto de que ésta correspondiera a la demanda de base monetaria. Al efecto el Banco: a) abasteció diariamente la demanda de billetes y monedas, b) neutralizo el efecto monetario de los movimientos de la cuenta de la tesorería de la federación en este instituto central, así como también el de las variaciones de los activos internacionales netos, y c) compensó en su totalidad el efecto monetario de los apoyos crediticios otorgados al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) y al fondo de apoyo al mercado de valores (FAMEVA). Esto significa que el Banco de México, al procurar igualar cada día la oferta con la demanda del dinero primario, mantuvo una política monetaria que fue, por lo general neutral.
- 2) Modificar, en su caso, las condiciones de suministro del crédito primario para procurar el orden en los mercados financieros y de cambios.

---

<sup>23</sup> Idem

Las aludidas acciones del Banco de México en el mercado de dinero han consistido en el ajuste del saldo acumulado de las cuentas corrientes que el instituto emisor lleva a los bancos comerciales.

Cabe mencionar que para evitar que el citado esquema introduzca volatilidad excesiva de las tasas de interés a un día en el mercado de dinero al mayoreo, se han impuesto límites a los saldos positivos y negativos de las cuentas de las instituciones de crédito que califican para el promedio mensual.

Cabe reiterar que el Banco de México siempre proporciona el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas, incluso cuando pone "cortos" al sistema. Pero, en ese último caso, parte de su crédito lo otorga a la tasa de dos veces cete, por virtud del sobregiro que ello produce en las cuentas corrientes de uno o varios bancos.

Cabe agregar que el "corto" es un instrumento complementario a las reglas de operación que el instituto central ha establecido respecto a la evolución de la base monetaria. El uso combinado de reglas preestablecidas y medidas discrecionales es

## ***Esquema No. 2*** ***El Retorno de la Estabilidad ha Tenido Importantes*** ***Repercusiones:***

- La Estabilidad Financiera ha Requerido de una Restricción en la Liquidez (y del Consecuente Aumento de las Tasas de Interés).
  - La Caída Resultante de la Demanda Interna ha Provocado una Fuerte Contracción en la Producción y en el Empleo.
  - La Devaluación, el Incremento de las Tasas de Interés, la Caída en las Ventas y el Aumento en el Desempleo han Debilitado la Capacidad de Pago de los Deudores.
- No Obstante, el Programa ha Conseguído sus Principales Objetivos y ha Sentado las Bases para una Recuperación.

común en la conducción de la política monetaria de casi todos los países.

La ejecución del programa monetario para 1996 debe ser analizada a la luz de la evolución de la base monetaria, de los activos internacionales netos y del crédito interno neto, además del uso del "corto" por parte del Banco de México.

El uso del "corto" y otras acciones adoptadas por parte del Banco de México, con el objeto de coadyuvar al logro de la meta de inflación y para ordenar las condiciones prevalecientes en los mercados cambiarios y de dinero.

Las acciones del Banco de México en el mercado de dinero se han llevado a cabo principalmente mediante ajustes al objetivo del saldo acumulado de las cuentas corrientes que el instituto emisor lleva a los bancos comerciales. Durante 1996, el instituto central fijó el monto del crédito a subastar cada día, con miras a que el promedio diario del saldo neto total de las cuentas corrientes de la banca, acumulando durante el periodo de cómputo respectivo, finalizara la jornada en una cantidad predeterminada. Si esa cantidad era negativa se dice que el Banco de México puso "corto" al sistema. Se comprenderá que si el instituto central pone "corto" al sistema, Por lo menos alguna institución de crédito tendrá que pagar la tasa de dos veces CETES.

Al poner en "corto" al sistema, el banco central ejerce cierta influencia al alza de las tasas de interés. El efecto se da, más que otra razón, por la señal que se envía.

#### ◆ Política Monetaria 1997 <sup>24/</sup>

El objetivo del programa monetario para 1997 tenía como objetivo coadyuvar al abatimiento de la tasa anual de inflación a 15 % al cierre de diciembre de 1997.

Los componentes del citado programa fueron los siguientes:

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

---

<sup>24/</sup> Idem.

corrientes que lleva a las instituciones de crédito, es decir, el instituto central se *comprometió a no usar “largos”*.

Conviene apuntar que mediante el uso del “largo”, el Banco de México no pretende inyectar cantidades importantes de fondos al mercado. El propósito principal es transmitir información al mercado sobre la postura de la política monetaria, al igual que se sucede con el uso del “corto”. La adopción de un “largo” se debe interpretar como un cierto aflojamiento de las condiciones monetarias, lo que en principio debería conducir a menores niveles de tasas de interés. Por consiguiente, incrementos en el “largo” se deberían leer como condiciones monetarias más relajadas, lo que presumiblemente conduciría a niveles todavía más bajos de las tasas de interés. En este sentido, para que el “largo” cumpla con su función, probablemente sería suficiente crear un exceso de liquidez muy pequeño.

Con el propósito de dar seguridades 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.

Se estableció también un compromiso mínimo de acumulación de activos internacionales netos.

Se previó que el Banco de México podría variar las condiciones de suministro de su crédito interno, poniendo “corto” al sistema bancario, con el objeto de promover el orden en los mercados cambiarios y de dinero.

#### ◆ **Política Monetaria 1998** <sup>25/</sup>

*En la exposición sobre la política monetaria para 1998, se enfatizó que para este año era previsible que se enfrentaran condiciones externas relativamente adversas, derivadas principalmente de la crisis asiática y de la baja en el precio del petróleo de exportación.*

---

<sup>25/</sup> Idem

Por lo anterior, en la misma exposición se estableció que, ante estas circunstancias, las acciones del banco central se deberían apoyar en:

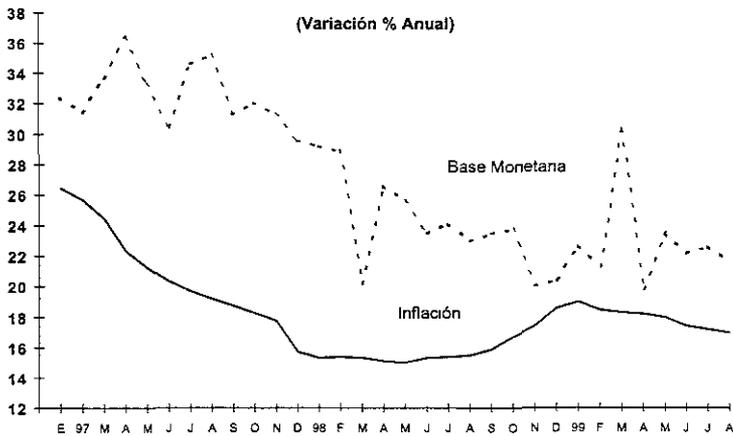
1. La flexibilidad de la política monetaria, de tal forma que el instituto emisor estuviera en condiciones de reaccionar a eventos inesperados que puedan afectar en el mediano plazo las expectativas inflacionarias.
2. La coordinación con otros elementos de la política económica, en particular con la política fiscal.
3. Vigilancia del entorno macroeconómico, sobre todo el externo.

Principales elementos del Programa Monetario para 1998.

El programa monetario fijó como objetivo coadyuvar al abatimiento de la tasa anual de inflación a 12 por ciento al cierre de 1998.

Los elementos fundamentales del programa son los siguientes.

**Gráfica No. 9**  
**Base Monetaria e Inflación**



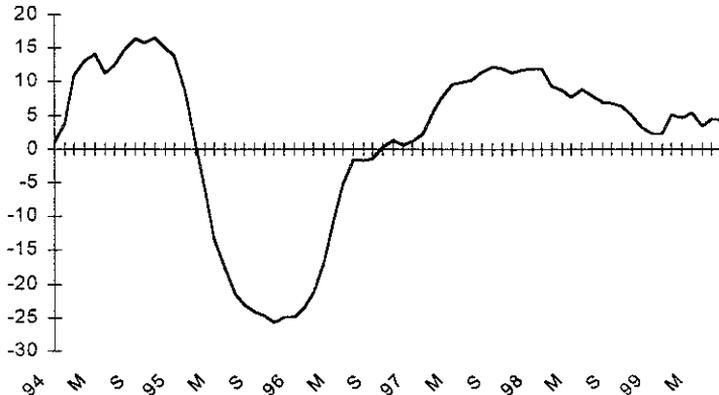
Fuente: Banco de México, Diciembre de 1999, p.18

1. El Banco de México, como regla general, ajusta diariamente la oferta de dinero primario en forma que dicha oferta corresponda a la demanda de base monetaria. Cualquier desequilibrio no internacional en la liquidez del mercado de dinero que resulte de errores en la estimación diaria de la demanda de base, se corrige mediante las operaciones inmediatas siguientes que el banco central lleva a cabo en el mercado monetario.
2. Segundo elemento fundamental del programa monetario: El Banco de México se reservaría el derecho de ajustar la postura de la política monetaria, pudiéndola restringir o relajar en caso de que se presentaran circunstancias inesperadas que así lo aconsejasen. Esto significa que la política monetaria sería simétrica en cuanto a la dirección de los ajustes que se le pudieran llegar a hacer durante el año, según fuera el caso.
3. El Banco de México continuara esforzándose para facilitar el seguimiento de sus acciones, comunicando eficaz y oportunamente sus objetivos, el uso de los instrumentos que tiene a la mano y los alcances de la política monetaria en general. Adicionalmente, el banco central se mantendrá vigilante para detectar cambios súbitos en el entorno económico que pudieran efectuar a nuestra economía.

Como resultado de las inquietudes causadas por la crisis asiática y la incertidumbre que provocó la caída en el precio del crudo de exportación, a mediados de marzo de 1998 el Banco de México decidió restringir aún más su postura de política monetaria, con objeto de corregir el deterioro que estaban teniendo las expectativas inflacionarias. En esta ocasión, el instituto emisor impuso un “corto” de 20 millones de pesos.

### Gráfica No. 10 Base Monetaria Real

(Variación % Anual, Promedio Móvil 3 Meses)



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México, 1999.

Sin embargo a finales de mayo el entorno internacional se deterioró significativamente por lo que el Banco de México decidió restringir aun más su postura de política monetaria, aumentando el "corto" de 20 a 30 millones de pesos

Posteriormente el 10 de agosto de 1998, el Banco de México decidió incrementar el "corto" de 30 a 50 millones de pesos, en respuesta al efecto en las expectativas inflacionarias que causó la depreciación de la moneda nacional que se había venido observando desde finales de julio.

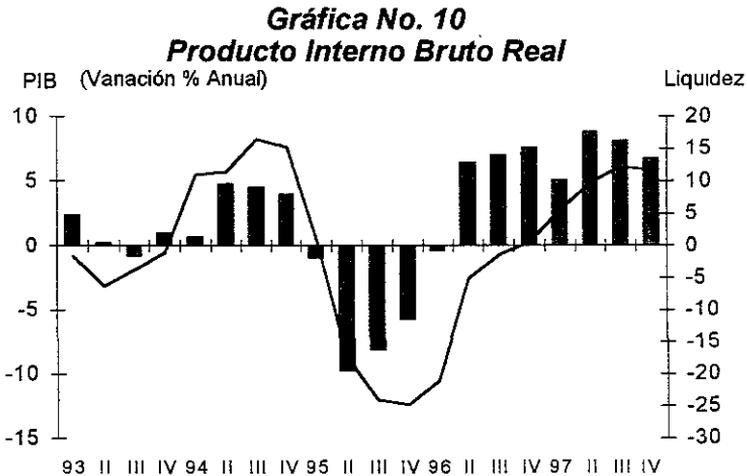
Sin embargo una semana después el instituto central procedió a restringir aún más su postura de política monetaria, aumentando el "corto" de 50 a 70 millones de pesos.

En resumen durante 1998 (noviembre) el Banco de México ha impuesto seis "cortos"

#### 4. Política Neoliberal: Reforma o Continuidad

Si consideramos algunas de las características de la llamada política neoliberal, iniciada desde principios de 1989, en donde uno de sus elementos centrales es el de permitir que el mercado tienda a corregir los desequilibrios de precios en un ambiente de apertura y desregulación económica en donde el estado se compromete a mantener finanzas públicas sanas, basadas en el destino del gasto público hacia actividades como la de promover el desarrollo de infraestructura, servicios de seguridad pública y de atención en seguridad social a la población de más bajos recursos.

Lo anterior, supone en consecuencia que el estado no deberá ser un competidor de la inversión privada, sino más bien un promotor de esta última, da lugar entonces a considerar que una de las características principales del Modelo Neoliberal es el de permitir que el crecimiento económico se fundamente en la inversión privada ya que el estado sólo participara en aquellas actividades que garanticen una elevación y rentabilidad de la inversión tanto nacional como extranjera en un marco de globalización económica.



Fuente: Elaborada con base a Datos del INEGI y Banco de México

Bajo esta perspectiva, difícilmente podemos hablar de que la política económica aplicada después de diciembre de 1994, no sea una continuidad de la seguida durante el periodo de 1989 a 1994, por el contrario la política neoliberal se ha profundizado aún más siguiendo un esquema casi totalmente ortodoxo basado en el manejo de la política monetaria, orientada a promover la certidumbre económica y el control de la inflación.

Este proceso queda claro si tomamos algunas de las consideraciones del Programa Monetario para 1999, dado a conocer por el banco central en enero de este mismo año en el cual se establece lo siguiente.

“En el diseño de un programa monetario a reducir la inflación, resulta clave el entendimiento del proceso que genera el fenómeno.”

Si el banco central suministra una mayor cantidad de dinero primario que la demandada por los agentes económicos, se genera un desequilibrio, que se traduce en inflación. Pero el Banco de México, al igual que el resto de los bancos centrales autónomos del mundo, ha cancelado explícitamente esta posibilidad. Ello mediante la regla que establece que su operación diaria esté orientada a igualar la oferta con la demanda de base. Este es precisamente uno de los elementos fundamentales del programa para 1999.

Por lo común, entonces, las presiones inflacionarias se derivan de otros factores, entre los que destacan los siguientes: a) los choques externos que pueden redundar en depreciaciones cambiarias abruptas; b) las variaciones inesperadas de precios y tarifas públicos; y c) la negociación de salarios contractuales incompatibles con la meta inflacionaria y con el incremento de la productividad. Estas perturbaciones generan impactos inmediatos en el nivel general de precios, e impulsan la inflación, tal como sucedió en 1998.

El incremento de precios así inducido, eleva la demanda de base monetaria que el Banco de México tiene que satisfacer, dando lugar a la correlación positiva que

normalmente existe entre inflación y agregados monetarios. Si el instituto central atiende una mayor demanda de dinero primario a la tasa de interés del mercado (y el choque inflacionario no es transitorio), se terminará validando los impulsos iniciales. Sin embargo, si el banco central decide satisfacer la mayor demanda de base a una tasa de interés mayor a la de mercado, el instituto emisor contrarresta, cuando menos parcialmente, el impacto inflacionario de las perturbaciones exógenas descritas. Esto último es lo que sucede cuando el Banco de México restringe la política monetaria, por lo general aplicando o incrementando el “corto”. Las mayores tasas de interés resultantes pueden revertir parcialmente el impacto de los choques exógenos (por ejemplo, limitando la depreciación del tipo de cambio, o induciendo incluso su apreciación), y moderar la corrección al alza de las expectativas inflacionarias.”<sup>26/</sup>

Es claro que el planteamiento de la política monetaria seguida en la actualidad por el banco central en la economía mexicana esta llevada conforme a las recomendaciones del modelo neoliberal, en el sentido de que es el manejo de la restricción monetaria como se ha logrado en los últimos años el control del proceso inflacionario.

Bajo esta perspectiva, se puede observar uno de los elementos que expresa en su análisis para México la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), se plantea lo siguiente:

“El marco de la política monetaria, examinado con cierto detalle en el presente Estudio, se centra en un claro compromiso del Banco Central en bajar la inflación: el programa monetario anunciado a principios de cada año establece la meta inflacionaria para el año, mientras que el saldo de la base monetaria es usado como objetivo intermedio, sujeto al cumplimiento de una restricción fijada en términos de reservas internacionales”.<sup>27/</sup>

---

<sup>26/</sup> Banco de México, “Política Monetaria Programa para 1999”, México, p. 40-41

<sup>27/</sup> Organización de Cooperación para el Desarrollo Económico (OCDE), “Estudios Económicos de la OCDE”, México 1998, p.4

Lo anterior indica que el manejo de la liquidez se convierte en una de los elementos medulares, en el control de la inflación lo cual refuerza el planteamiento monetarista en el sentido de que actualmente la política económica global para México, se sustenta claramente en los mecanismos ortodoxos de política monetaria con una mayor profundidad que los que fueron aplicados antes de 1995, como se puede desprender del siguiente punto planteado por la OCDE en su análisis en el sentido de que: “Una diferencia fundamental respecto a la situación que prevalecía antes de diciembre de 1994, es el régimen de flotación de la moneda actualmente en vigor. La flexibilidad de la moneda reduce la posibilidad de prever los rendimientos efectivos de las inversiones extranjeras de corto plazo (especulativas), reduciendo su atractivo. Además, en la medida en que aumenten los desequilibrios comerciales, es muy probable que induzcan cambios compensatorios en las tasas de cambio, antes de que los déficits en cuenta corriente se vuelvan abrumadores”.<sup>28/</sup>

El seguimiento del modelo neoliberal es claro que ha mantenido una continuidad con la diferencia central en que la actualidad se privilegia el control de la liquidez como mecanismo antinflacionario. Sin embargo, también el papel de la política cambiaria contribuye al apoyo en el manejo de la política monetaria sin descuidar la situación del sector externo a fin de que se repitan los choques externos como el sucedido a finales de 1994, en donde la presión del déficit en la cuenta corriente significó una fuerte alteración sobre el tipo de cambio prefijado como ancla nominal de precios, en este sentido se puede afirmar que efectivamente el manejo de la liquidez se convierte en la columna vertebral en el combate de la inflación.

---

<sup>28/</sup> OCDE. op. Cit. p 4

## CAPITULO IV

### 4.- PERSPECTIVAS DEL CONTROL MONETARIO E INFLACION.

Sin duda, las acciones que la autoridad monetaria y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de nuestro país realizan actualmente están encaminadas a fortalecer el modelo neoliberal y por consecuencia a continuar con una trayectoria descendente en el movimiento de los precios relativos, en un entorno de globalización y desregulación económica.

Entre estas acciones podemos citar la de continuar con un manejo discrecional de los movimientos de la liquidez en la economía y el llamado blindaje financiero orientado a evitar movimientos especulativos contra el peso al final del sexenio del presidente Ernesto Zedillo.

En este sentido, algunos analistas afirman que: “A medida que se implementaba el actual marco de política monetaria, hubo progresos en cuanto a la estabilización de las expectativas inflacionarias. Esto es importante para afrontar los retos venideros ligados a la necesidad de asegurar una transición regular hacia un crecimiento equilibrado y sostenido. El principal reto será quizá el de lograr mantener el ritmo de desinflación. Más aún, es posible que la política monetaria tenga que enfrentar presiones creadas por las grandes y volátiles entradas de capital de cartera y los riesgos potenciales de desajuste de la tasa real de cambio”.<sup>29/</sup>

---

<sup>29/</sup> / OCDE, op. cit. p. 54

Partiendo de la afirmación anterior, es evidente que coincidimos que este será uno de los principales retos que deberá enfrentar la política monetaria en los próximos años sobre todo en cuanto al señalamiento de buscar una transición tranquila y sin sobresaltos que coadyuve a la alineación de precios con nuestro principal socio comercial (la economía norteamericana con tasas anuales de inflación de entre 1 a 3 por ciento).

Sin embargo, es importante señalar que la propia globalización de la economía mexicana ha implicado una mayor vulnerabilidad de la economía a los choques externos sobre todo los derivados de los desajustes financieros internacionales que han tenido serios efectos sobre las economías emergentes en sus sistemas financieros que han obligado a sus economías a establecer medidas correctivas basadas principalmente en los ajustes cambiarios y a restringir aún más su política monetaria a fin de evitar en la medida de lo posible mayores desajustes y poder estar en condiciones de competitividad por los flujos de capital internacional.

En este sentido, la política monetaria en nuestro país si bien ha buscado el control de los movimientos de precios relativos y la estabilidad cambiaria, esta no se ha encontrado exenta de los choques externos derivados principalmente de la volatilidad financiera que han experimentado algunos países del sudeste asiático como sucedió en el segundo semestre de 1998 que implicó para el caso de México, la elevación de la paridad cambiaria y la ampliación de los cortos aplicados por el banco central para restringir la liquidez y evitar un mayor desequilibrio en el mercado financiero doméstico.

Frente a este tipo de situaciones la OCDE, en su informe para 1998 señalaba que:

“Un segundo reto al que se enfrenta la política monetaria es la entrada de grandes volúmenes de capital de corto plazo. En el pasado, los cambios repentinos en la inversión extranjera de cartera ocasionaron dilemas de política en México. Sin embargo, el marco actual quizá demuestre ser más apropiado para sortear este tipo de

problemas: bajo el presente sistema de flotación de la tasa de cambio, el Banco Central puede reaccionar a entradas sostenidas de capital de corto plazo relajando las condiciones en los mercados monetarios internos, o bien permitiendo el fortalecimiento de la tasa de cambio".<sup>30/</sup>

En efecto, si bien la política monetaria ha contribuido al control de la inflación en nuestro país hay aspectos externos que pueden influir en su comportamiento, uno de ellos es el de vigilar la situación que registre la balanza comercial, la cual desde julio de 1997 empezó registrar un constante déficit que se explica principalmente por la dinámica de la producción doméstica medida a través del Producto Interno Bruto Real (PIB), registrará tasas de crecimiento de 6.8% en 1997 y de 4.8% en 1998, lo que indica que es muy probable que en los próximos dos años es decir hasta el año 2000, la balanza comercial continúe registrando un mayor crecimiento de las importaciones en relación a las exportaciones.

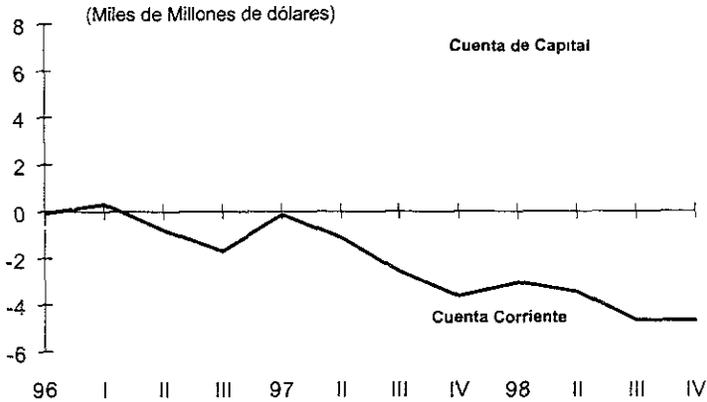
Sin embargo, durante 1999 el dinamismo en el crecimiento del PIB real ha disminuido y se espera que su tasa promedio anual al cierre de este año se ubique ligeramente por debajo del 3.0%, situación que permite prever que el déficit de balanza comercial sea inferior al registrado en 1998, sobre todo si consideramos la recuperación que han registrado en los últimos meses los precios internacionales de petróleo.

De cualquier forma, se deberá de evitar que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se vaya más allá de los márgenes de maniobra del gobierno para poder financiar este déficit, así por ejemplo, si bien el saldo de la cuenta corriente paso de un déficit de 10.01 miles de millones de dólares en 1996 a 8.34 miles de millones de dólares en 1998, este saldo ha podido ser financiado en buena medida por las entradas de capital extranjero que en 1996 totalizaron 4.07 miles de millones de dólares y en 1998 habían significado un saldo positivo de 16.23 miles de millones de dólares es decir casi cuatro veces más que las registradas dos años antes.

---

<sup>30/</sup> / OCDE, op. Cit. p. 56

## Gráfica No. 11 Balanza de Pagos



Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos 1999, p 56

Un factor que permite prever, que puede ser factible que para el año 2000 se pueda lograr una transición calmada en el cambio de poderes y evitar las crisis recurrentes del final de cada sexenio puede ser que buena parte de las entradas de capital están compuestas principalmente por Inversión Extranjera Directa ya que esta pasó de un nivel de 9.19 miles de millones de dólares en 1996, a 12.83 y 10.24 miles de millones de dólares en 1997 y 1998 respectivamente.

En este sentido, el componente volátil de las entradas de capital a nuestra economía se ha reducido significativamente lo cual permite suponer que el riesgo que señala la OCDE en cuanto al peligro que las entradas de capital de corto plazo pueden tener sobre la estabilidad cambiaria y por consecuencia sobre el mercado financiero doméstico y la trayectoria de la inflación parecen ser menores a las presiones que se registraron hace cinco años.

En la actualidad, la Inversión Extranjera de Cartera totalizó 1.29 miles de millones de dólares en 1998, en tanto que en el año de 1996 era de 13.42 miles de millones de dólares, es decir era el principal componente de entradas de capital externo lo cual colocaba en un nivel de fuerte vulnerabilidad a la economía mexicana.

Bajo este panorama, es importante reconocer que los esfuerzos por estabilizar la economía mexicana en un ambiente de tendencia descendente de precios han logrado lograr condiciones de confianza y certidumbre para la inversión nacional y extranjera, como lo demuestran las entradas de inversión extranjera en los dos últimos años.

## **1.- Inflación y Sistema Financiero**

En la perspectiva del corto plazo, si bien la inflación ha registrado tasas cada vez más bajas asociadas a una política monetaria restrictiva este proceso no ha sido suficiente para reactivar la actividad del sistema financiero en particular de la banca comercial que después de la crisis financiera de 1995 no ha logrado recuperar su tasas de crecimiento, en un ambiente en donde las tasas de interés activas han sido demasiado altas en términos reales para los usuarios del crédito lo cual ha significado una fuerte astringencia crediticia para los agentes económicos privados sobre todo los pequeños y medianos que no han podido aumentar su capacidad productiva con base a los recursos provenientes del crédito de la banca comercial.

Es decir, que aun no se logran reducir los márgenes de utilidad de la banca comercial a pesar de la disminución del ritmo inflacionario, por el contrario, si consideramos el nivel de tasas pasivas que paga la banca comercial a sus clientes estas no han permitido reactivar la captación de recursos –además de que otro factor ha sido la pérdida del poder adquisitivo de los salarios y la disminución en la generación de empleos-, que en 1997 registro una tasa de crecimiento promedio anual real de 5.8%, para pasar a sólo 2.3% en 1998 y de acuerdo a estimaciones del grupo financiero Bancomer se prevé que su tasa para 1999 sea de poco menos del 2.0%.

Por su parte, el financiamiento real al sector privado financiero proporcionado por la banca comercial en los dos últimos años ha registrado tasas de crecimiento negativas

pasando de  $-10.1\%$  en 1997 a  $-3.2\%$  durante 1998 previéndose la misma trayectoria para 1999.

De las cifras anteriores se puede desprender que uno de los sectores económicos más afectados por la crisis económica originada en diciembre de 1994 ha sido el financiero y en particular la banca comercial que no ha logrado recuperar su actividad como canalizadora de recursos al sector privado no financiero y de esta manera reactivar la actividad económica y la generación de empleos que coadyuve al dinamismo del mercado doméstico en virtud de que después de la crisis, la demanda externa vía exportaciones es la que ha dinamizando de manera importante la evolución del PIB a partir de 1996.

Por consecuencia la fortaleza del sistema financiero es importante por cuanto permite canalizar los recursos hacia los sectores productivos de la economía, y además reduce la vulnerabilidad del sector real de la economía y permite una mayor estabilidad de los precios relativos. Sin embargo, se deberá tener presente lo siguiente:

“Las crisis bancarias suelen aparecer después de una fase económica en la que prevalece cierta estabilidad financiera y macroeconómica. Típicamente comprende tres etapas:

1. Gestación
2. Aparición y adopción de medidas iniciales
3. Resolución

Durante la gestación de la crisis aparecen excesos, tales como un crecimiento muy rápido del crédito, que se empieza a canalizar hacia sectores de alto riesgo; esto es posible debido a la abundancia de liquidez, sumada a deficiencias como una mala supervisión y regulación bancarias, prácticas ineficientes, escasa transparencia de los estados financieros de las instituciones de crédito y garantías implícitas

(normalmente gubernamentales) a los acreedores de los bancos. Hacia la fase final de esta etapa se inicia un marcado deterioro de la calidad de cartera de crédito.

La aparición de la crisis puede derivar en algún factor exógeno al sistema bancario (devaluación, choques externos), y/o de una mayor percepción de la magnitud de los problemas financieros de las instituciones más débiles del sistema. Ante esta circunstancia, en ocasiones las autoridades adoptan medidas como un mayor relajamiento de la política monetaria y/o de los estándares financieros, que a la larga agravan la crisis; si la situación se vuelve insostenible, se procede a intervenir algunos bancos con problemas.

En la etapa de solución, las autoridades suelen tener una mejor idea de la magnitud de la crisis y se adoptan medidas de fondo, como la fusión o liquidación de instituciones insolventes, la compra y venta de cartera problemática, la recapitalización de los bancos supervivientes; asimismo, se toman otras medidas preventivas, tales como la revisión del marco regulatorio y el fortalecimiento de la entidad supervisora. Esta etapa puede ser larga y onerosa; dudas o retrocesos en la aplicación de medidas de corrección elevan el costo del rescate.”<sup>31/</sup>

Lo anterior remarca, como el sistema financiero al no contar con un buen análisis de riesgo y medidas de supervisión por parte del gobierno se puede transformar en un factor detonante de la crisis económica en un país.

En este sentido, será necesario seguir avanzando en la reducción de la tasa inflacionaria en México a fin de lograr que los niveles de tasas de interés tienda a reducirse con objeto de que las empresas y agentes económicos vuelvan a tener acceso al crédito a tasas competitivas a nivel internacional y de esta forma contribuir al fomento de la demanda interna y el crecimiento económico de nuestro país.

---

<sup>31/</sup> Grupo Financiero Bancomer, “Los Tigres Pierden sus Garras. Cuatro Crisis Bancarias”, México, 1999, p.1

Para ilustrar este caso, podemos señalar que la tasa de los Certificados de la Tesorería a 28 días pasaron de un nivel promedio de 22.64% en agosto de 1998 a un nivel de 19.83% en la primera semana de septiembre de 1999, lo que refleja apenas una reducción de sólo 2.81 puntos porcentuales a pesar que la tasa anual de inflación paso de un nivel anual de 18.6% en diciembre de 1998 a una inflación esperada de alrededor de 14.0% al cierre de 1999, es decir que la reducción en la dinámica inflacionaria ha sido mayor a la reducción que han experimentado las tasas de interés.

Cabe señalar también, que otro factor que ha limitado la recuperación de la actividad de la banca comercial ha sido el deterioro en la capitalización de la misma resultado en parte de los problemas de cartera vencida que se produjo después de la devaluación de 1994 y la falta de una verdadera calificación del riesgo en el otorgamiento de los créditos que operó la banca comercial durante el periodo de 1991 a 1994, en donde se produjeron verdaderos fraudes en el otorgamiento de créditos que debilitaron fuertemente las estructuras financieras de la banca comercial e incluso obligaron al gobierno federal a realizar el rescate de la banca comercial a través del Fondo de Protección al Ahorro (FOBARPOA), y actualmente mediante el recientemente creado Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), que ha implicado una deuda para el gobierno federal con la banca comercial superior a los 700 mil millones de pesos de acuerdo a estimaciones preliminares del propio IPAB.

Por tanto, es importante reconocer que si bien la política monetaria ha jugado un papel importante en la estabilización económica en México, esta no puede por sí misma impulsar el crecimiento económico, ya que como ha acertadamente lo ha comentado el propio banco central esta contribuye a la generación de certidumbre y confianza para estimular el crecimiento de la inversión y la promoción del empleo, ya que esta última es el principal elemento de desarrollo económico.

## 2.- Inflación y Finanzas Públicas

La realidad empírica nos ha mostrado en la década de los noventa que no es posible lograr una trayectoria descendente de la inflación en una economía, si el balance financiero del sector público registra un mayor gasto respecto de sus ingresos. Esto evidentemente, significaría limitar los esfuerzos del banco central al controlar la liquidez y contribuir a un menor nivel de crecimiento de precios relativos, contrariamente a este proceso el estado requiere mantener un nivel de equilibrio en su balance financiero, o sea mantener balance financiero de cero.

En este sentido podemos señalar que en la actualidad:

“El equilibrio de las finanzas públicas debe entenderse como aquella situación en la cual, en promedio, durante un periodo determinado, por ejemplo el presidencial, sean iguales los ingresos totales del sector público y los gastos totales. Además, se requiere que el déficit fiscal en un año determinado no sea superior al 1 % del PIB ni se incurra en éste por dos años consecutivos. La percepción de que las finanzas públicas serán consistentes con la estabilidad de precios, induce mayores tasas de ahorro y de inversión y, por lo mismo, mayor crecimiento económico.”<sup>32/</sup>

La afirmación anterior, desde el punto de vista monetarista plantea que un factor importante que puede contribuir a la distorsión de precios relativos es el desequilibrio de las finanzas públicas en el sentido de que presiona la expansión de la liquidez en la economía en virtud de los requerimientos de recursos por parte del sector público para poder financiar el déficit en que este incurrió, por tanto se requiere desde el punto de vista ortodoxo mantener un equilibrio financiero entre los ingresos y los gastos del sector público.

Un elemento adicional, que fortalece esta posición se deriva de que la presión que ejerce el sector público sobre los fondos prestables disponibles en la economía reduce la disponibilidad de los mismos para que pudieran ser orientados a la

inversión productiva privada. A su vez, esta mayor demanda de recursos por parte del estado conlleva a presiones sobre la liquidez de la economía incrementándose el alza de las tasas de interés y en consecuencia se reduce la inversión privada y por consecuencia el crecimiento del empleo y del ingreso de un país.

Lo anterior, es de suma importancia sobre todo cuando uno de los principales objetivos de la política monetaria es la de contribuir a la reducción del proceso inflacionario. Así por ejemplo, para el caso de México se puede afirmar que la política monetarista esta influyendo en las líneas de acción de la política económica actual de nuestro país si consideramos el siguiente párrafo del quinto informe del presidente Ernesto Zedillo que establece lo siguiente:

“Para el año 2000, es posible y muy necesario que sigan abriéndose nuevas fuentes de empleo. Para lograrlo, el crecimiento del PIB deberá situarse alrededor de 5 por ciento, y para proteger al máximo posible el valor de los salarios, la inflación no deberá exceder el 10 por ciento...

Para cumplir con este propósito, que es interés de todos los ciudadanos, independientemente de su preferencia política, el Gobierno de la República seguirá aplicando los instrumentos de política económica con un inalterable sentido de responsabilidad y disciplina.

En consecuencia, habré de proponer a este Honorable Congreso un programa de finanzas públicas para el próximo año congruente con los objetivos de crecimiento económico y estabilidad financiera y de precios, que buscamos.... Hace casi un año que comuniqué al Congreso que la meta para el año 2000 debiera ser un déficit fiscal equivalente al 1 por ciento del PIB, criterio que sigo sosteniendo.

Asimismo, se mantendrá la política cambiaria de libre flotación que ha probado ser de enorme utilidad para proteger al máximo posible a la economía nacional de las incidencias adversas de la economía internacional y de los movimientos

---

<sup>32</sup> / Grupo Financiero Bancomer, “Revista Informe Económico”, México junio de 1999, p 34-35

especulativos de capital. La libre flotación también permitirá dejar reservas internacionales por un monto muy importante.

Complementaremos la ya muy avanzada estrategia de aprovechar los mercados internacionales de capital, para que los vencimientos de la deuda pública externa no se acumulen justo al comienzo de la próxima Administración Federal, como lamentablemente sucedió en 1995.

Cuidaremos la evolución de la cuenta corriente de balanza de pagos para que su saldo siga guardando una proporción adecuada tanto con el tamaño de la economía del país, como con la disponibilidad prevista de recursos externos de largo plazo para su sano financiamiento.

De cumplirse estas condiciones y de no presentarse un hecho extraordinariamente adverso en el exterior, los mexicanos deberemos tener confianza en que la economía nacional marchará bien el próximo año y, además, dejaremos atrás los traumas económicos de cambio de sexenio.”<sup>33/</sup>

Del párrafo anterior, se puede desprender claramente que la política económica de los años recientes se sustenta en el esquema del llamado “Modelo Neoliberal”, con claros aspectos basados en la teoría monetarista, en virtud de que se asigna un papel muy específico al papel del estado dentro de la dinámica económica en el sentido de que el manejo de sus finanzas públicas deberán de mantener una estricta disciplina fiscal, es decir tal y como lo señalaban los analistas del Grupo Financiero Bancomer, el Fondo Monetario Internacional y la propia OCDE, una condición básica de ataque a la inflación en una economía globalizada no sólo depende de mantener un política monetaria restrictiva sino también se deberá de acompañar de un manejo prudente de las finanzas públicas del estado.

---

<sup>33/</sup> Periódico “La CRONICA”, Quinto Informe de Gobierno del Presidente la República Mexicana Ernesto Zedillo, México 10. de Septiembre de 1999, Sección VI.

De esta forma, la evidencia empírica para la economía mexicana nos refleja que el sustento teórico, que prevalece en el modelo económico actual se basa principalmente en los preceptos monetaristas de control de la inflación y estabilización de economía, se puede observar también que el viejo papel del estado Keynesiano que se mantuvo hasta previa la crisis de 1982, ha casi dejado de operar en el manejo de la política económica en México.

### **3.- Hacia un Proceso de Crecimiento Sostenido**

Se podría decir, que en la actualidad uno de los principales objetivos que en los últimos 24 años se ha buscado es el de sentar las bases para el logro de un crecimiento sostenido de largo plazo. Lo anterior ha implicado, cambios fundamentales en el paradigma económico en México pasando por el modelo de economía cerrada y fuerte gasto público hasta el actual caracterizado por una fuerte apertura económica y una disminución del gasto público y en consecuencia un adelgazamiento del tamaño del sector público en la economía.

Sin embargo, lo que hemos observado es que ...”Durante los últimos tres lustros el PIB por habitante de México se ha mantenido prácticamente constante mientras que la inequidad en la distribución del ingreso ha aumentado. Debido a que ésta no es una situación deseable, y ni siquiera sostenible, es urgente diseñar una política económica, que fomente el crecimiento económico sostenido a tasas promedio de 7% anual y simultáneamente garantice la estabilidad macroeconómica es decir, tasas anuales de inflación que se mantengan entre 0 y 3% anual.”<sup>34/</sup>

La característica principal de la economía mexicana es que mantiene un proceso cíclico sexenal, el cual durante el sexto año se presenta una crisis económica y financiera que da lugar a un ajuste del tipo del cambio y el posterior rebote de la tasa de inflación, para después volver a declinar entre el segundo y quinto año. Por

ejemplo, para poder recuperar el nivel de producción que se registro en 1994, se requirieron casi tres años de disciplina fiscal y monetaria para lograr recuperar los niveles que habían registrado, aunque el tipo de cambio y la tasa anual de inflación aún no se recuperaron –sobre todo en el caso de la tasa de inflación anual- que todavía para 1999, se espera que cierre en niveles cercanos al 14.0% de acuerdo a las cifras oficiales y se espera que sea hasta el año 2000 ó 2001 cuando se pueda prever una inflación de un dígito para la economía mexicana.

Es evidente, que estos procesos cíclicos además de generar retrasos en la estructura económica, generan un deterioro en los ingresos de la población sobre todo de todos aquellos que mantienen ingresos fijos y también provocan una reducción significativa en el crecimiento del empleo. Una situación de este tipo, conduce sin duda al descontento social y reducir la credibilidad en el manejo de la política económica del estado desestimulando la inversión tanto nacional como extranjera, además de empobrecer a la población, situación que se ha podido observar a lo largo de la historia moderna de nuestro país.

La desigualdad en el desarrollo regional entre el norte y el sur del país, que ha significado la permanencia por poco más de seis años del movimiento zapatista en el estado de Chiapas es un claro ejemplo de lo que, los movimientos cíclicos de la economía han provocado.

Si consideramos, que la ciencia económica siempre ha buscado una distribución óptima de los recursos materiales y financieros en la sociedad a fin de lograr el bienestar de su población, cómo es posible entonces, que en la sociedad mexicana no se ha logrado este objetivo, por el contrario, lo que hemos observado es un constante deterioro de la condiciones de vida de la gran mayoría de la población.

Cómo podemos entonces revertir esta situación y lograr un crecimiento sostenido con estabilidad cambiaria y de precios. Mucho se ha discutido sobre este tema por

---

<sup>34</sup> / Grupo Financiero Bancomer, “Informe Económico Junio de 1999”, México, p. 34

diversos analistas, diciendo desde los que opinan que lo que requiere la economía mexicana es una integración monetaria con Estados Unidos y Canadá –La Asociación Mexicana de Banqueros-, hasta aquellos representados por los partidos de oposición en México que plantean que es necesario replantear el modelo económico actual.

Como quiera que sea, lo cierto es que la economía mexicana ha mantenido un comportamiento cíclico desde la década de los setentas. Cabe señalar también, que el desarrollo de los modelos econométricos en nuestro país tampoco han ofrecido opciones claras para el logro de un crecimiento sostenido con estabilidad de precios.

Después, de esta breve reflexión creo que debemos de considerar algunos de los aspectos básicos de modelo neoliberal actual y de su entorno internacional. Una cuestión determinante del modelo, es que se basa en un sistema de economía de mercado, en consecuencia en sí mismo es desigual ya que privilegia al capital, en virtud de que el precio de los factores de producción se basa en las condiciones de la oferta y la demanda que privan en el mismo, por tal motivo si consideramos que la actualidad uno de los factores escasos en las llamadas economías emergentes es justamente los recursos financieros para complementar los requerimientos de inversión productiva, los flujos de capital se han convertido en la actualidad en una variable clave para la estabilización y el crecimiento de este tipo de economías.

Si analizamos en principio esta variable, podemos afirmar que en buena medida las crisis recientes de las economías emergentes se han originado en parte por las distorsiones que generan los flujos de capital a nivel internacional, sobre todo si consideramos que en un escenario globalizado dichos flujos se mueven en función de su rentabilidad más que por los beneficios colaterales que estos puedan tener en las economías en donde se incrustan.

El proceso que se ha visto, es que muchos casos estos tienden una vez que han logrado niveles importantes de capitalización a distorsionar los sistemas financieros a

nivel internacional, en virtud de que la lucha por lograr la competencia internacional, por allegarse recursos provoca que los mercados financieros domésticos tiendan a mantener rendimientos reales competitivos, lo cual origina una elevación en el costo de crédito y por consecuencia exigen a la inversión privada elevar sus tasas de rendimiento internas –vía precios al consumidor- para poder estar en condiciones de hacer frente al pago de intereses a la banca comercial nacional e internacional.

Es decir, lo que se provoca es que el costo del capital tienda a elevarse en las economías emergentes en relación a las economías que poseen sistemas financieros desarrollados con amplia capacidad productiva de su sector real. Bajo este esquema, podemos explicar en parte por que se producen los diferenciales en los niveles de crecimiento de precios por una parte y también el por que los bancos centrales se ven obligados a mantener políticas monetarias restrictivas a fin de retener los flujos de capital sobre todo los de corto plazo –mediante tasas de interés reales elevadas- y de esta forma poder hacer frente a sus compromisos con el exterior.

Considerando lo anterior, los flujos de capital a nivel internacional se convierten en un serio problema para lograr procesos de crecimiento sostenidos en una economía emergente, o sea no es suficiente “...que los fundamentos macroeconómicos sean consistentes con un escenario de estabilidad de precios permanente, entendiéndose ésta como que la máxima tasa promedio sea de 3% anual. Para lograr tal escenario, tiene que haber una coordinación de objetivos e instrumentos entre las políticas fiscal y monetaria en consecuencia con la cambiaria. Lo que esta coordinación implica es que las finanzas públicas tienen que estar en equilibrio, mientras que la tasa de expansión de la base monetaria debe ser consistente con la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía.”<sup>35/</sup>

El hecho de que los fundamentos macroeconómicos sean consistentes con un escenario de estabilidad de precios permanente, si bien es positivo en razón que es una condición para la atracción de los flujos de capital externos, no necesariamente

es garantía de que estos se mantengan en las economías emergentes por tiempo indefinido. Sin embargo, queda fuera de discusión de que la estabilidad de precios permanente si promueva un crecimiento sostenido de largo plazo, pero lo que se deberá de evitar es que estos flujos tiendan a distorsionar el funcionamiento del sistema financiero en el mediano plazo y en consecuencia pueden limitar la permanencia en la estabilidad de precios, situación que muy difícilmente se puede presentar en aquellas economías que cuentan con un sistema financiero más desarrollado y apoyado por el crecimiento de la demanda interna y por tanto de su sector real altamente competitivo a nivel internacional.

Un ejemplo de este proceso, lo podemos analizar en el caso del origen de la crisis financiera del sudeste asiático, en donde uno de los factores comunes relacionados con la volatilidad de los capitales foráneos establece que:

“La apertura a los capitales foráneos en el sector financiero es otra tendencia global que parte de dos necesidades actuales: capitalizar los sistemas financieros locales – que en ocasiones muestran deficiencias importantes en un entorno de insuficiencia interna de recursos- y obtener nuevas tecnologías (telecomunicaciones, informática, operaciones) para incrementar la eficiencia de los sistemas bancarios.

En conclusión, el deterioro de los intermediarios financieros de Asia presenta un patrón similar al de otras crisis bancarias contemporáneas. El aspecto más novedoso deriva de que la movilidad de capitales pone en evidencia más rápido los errores de instrumentación de los programas de rescate bancario. En todo caso, la experiencia asiática ofrece grandes lecciones para el resto de los países del mundo en lo referente a conocer las causas de las crisis bancarias y los pasos que deben darse para minimizar sus efectos sobre el resto de la economía.”<sup>36/</sup>

---

<sup>35</sup> / Grupo Financiero Bancomer Op. Cit. p. 34

<sup>36</sup> / Grupo Financiero Bancomer, “Los Tigres Pierden sus Garras: Cuatro Crisis Bancarias”, México 1998, p.28

Si bien, la estabilidad macroeconómica permitió en los países asiáticos fuertes entradas de capital, la falta de prudencia en el manejo del crédito y por consecuencia de su política monetaria dio origen a la crisis de su sistema financiero y al deterioro de sus economías, por tanto, debemos reconocer que a pesar de mantener los fundamentos económicos de un país conforme a los planteamientos del modelo neoliberal, este no es ajeno a los choques externos que representan los flujos de capital a nivel mundial, en consecuencia los países emergentes deberán tener un monitoreo constante de los flujos de capital y de su sistema financiero.

De no tener cuidado en este aspecto, esto nos conduce a un deterioro severo en la paridad cambiaria y al crecimiento de los niveles de precios relativos domésticos, como lo sucedido en México después de la devaluación de diciembre de 1994.

Es justamente el aspecto cambiario, el que procederemos a estudiar a fin de comprender su importancia en un proceso de crecimiento sostenido de largo plazo como el que se persigue en la economía mexicana.

Si recordamos el tipo de cambio de una moneda, refleja su precio, es decir, es aquel valor que permite igual los precios internos con los externos a fin de evitar primero desajustes en la relación de exportaciones, respecto a importaciones y segundo con respecto a la cuenta corriente tanto en el renglón de servicios factoriales como no factoriales, en consecuencia es una referencia que nos indica los diferenciales de precios que existen entre las diferentes economías en el marco de la globalización económica.

Por tanto, bajo un esquema de libre flotación cambiaria el precio de una moneda estará determinado por su oferta y demanda en una economía. Es por ello que los niveles de reservas internacionales es fundamental para determinar la expansión primaria de dinero y/o crédito interno neto, en virtud de que esta relación afecta la liquidez de una economía, al considerar que:

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

En este sentido, se puede decir que entonces la Base Monetaria es igual a:

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

Por consecuencia, tenemos que la expansión de la base monetaria se encuentra ligada de manera directa con los niveles de activos internacionales en una economía, no es recomendable por tanto que el crecimiento de la base sea mayor a los niveles de activos internos, dado que esto provocaría una presión adicional sobre la demanda interna y por consecuencia sobre los niveles de precios internos en la economía.

Adicionalmente, un mayor nivel de liquidez doméstica respecto al valor en pesos de los activos internacionales presionaría a un ajuste del tipo de cambio a fin de hacer congruente los niveles de liquidez con el valor en pesos de los activos internacionales a un nuevo tipo de cambio, situación que puede quedar ilustrada con lo sucedido en diciembre de 1994, en donde el menor nivel de activos internacionales respecto a la base monetaria obligo al gobierno federal a modificar el tipo de cambio con el objeto de hacerlo congruente con el menor nivel de activos internacionales.

Por tanto, es evidente que no necesariamente el mantener una política monetaria restrictiva conduce a menores niveles de inflación si esta no se encuentra respaldada por un nivel adecuado de activos internacionales al menos en una relación de uno a uno considerando el tipo de cambio que se este dando en ese momento a fin de no alterar la efectividad de la política monetaria y de esta forma generar expectativas de mayor demanda de moneda extranjera al tipo de cambio prevaleciente en el mercado.

La situación que guarden nuestras cuentas externas, es también un elemento fundamental para contribuir al éxito de la política monetaria, en el sentido de que mientras se mantenga un saldo positivo en la balanza de pagos que favorezca el aumento de los activos internacionales en una economía podrá contribuir a evitar presiones de demanda sobre el dólar y mantener sin sobresaltos al tipo de cambio que un momento dado puede dar lugar a la revaluación del tipo de cambio como lo que se ha podido observar en lo que va de 1999, en donde el tipo de cambio paso de un

nivel de 10.21 pesos por dólar en septiembre de 1998 a un paridad de 9.31 pesos por dólar al día 13 de septiembre de 1999.

Así el crecimiento de los activos internacionales en México ha favorecido que el tipo de cambio se haya mantenido estable en términos relativos en los dos últimos años, en virtud de que las reservas internacionales pasaron de un nivel de poco más de seis mil millones de dólares al inicio de 1995 a un nivel de 31,024 millones de dólares en términos brutos al 3 de septiembre de 1999, es evidente que parte de la efectividad de la política monetaria se ha visto respaldada por el aumento de las reservas internacionales brutas en México.

De esta forma, si consideramos la relación de activos internacionales respecto a los billetes y monedas en circulación –principal componente de la base monetaria-, al tres de septiembre de 1999 se observa que el valor de las reservas internacionales brutas en pesos es de 289,711 millones de pesos, de acuerdo a cifras de Banco de México y el valor en circulación de los billetes y monedas en circulación es de 122,958 millones de pesos. Lo anterior nos da como resultado un coeficiente de liquidez de 2.36 pesos, es decir que por cada peso que esta en circulación el banco central posee en activos internacionales 2.36 pesos, lo que significa que si en un momento la sociedad en su conjunto deseará convertir toda su liquidez en moneda extranjera, el banco central contaría aún con 1.36 pesos.

Bajo esta perspectiva, podemos observar la importancia que tienen los activos internacionales en poder del banco central para poder respaldar el manejo de la política monetaria y su impacto de esta sobre el proceso inflacionario y la estabilidad cambiaria, bajo un régimen de flotación libre del dólar.

Así, el éxito en el manejo de la política monetaria como factor fundamental de control del proceso inflacionario en una economía, deberá tener presente la fortaleza de su sistema económico o sea contribuir a fortalecer el proceso de inversión y crecimiento económico con impacto real en la generación de empleos a fin de reducir

la vulnerabilidad con relación a los choques externos y mejorar y modernizar su sistema financiero como elemento central de canalización de crédito a precios competitivos internacionalmente, en virtud de la globalización en que esta inserta nuestra economía.

Finalmente el papel del sector público en la búsqueda de un crecimiento sostenido de largo plazo, deberá orientarse a mantener finanzas públicas casi en equilibrio con objeto de evitar presiones sobre la disponibilidad de fondos prestables en la economía y de esta forma contribuir a mantener los esquemas de liquidez acordes con el crecimiento económico y así evitar presiones sobre la expansión de la liquidez interna vía crecimiento del crédito interno neto del Banco de México.

Por tanto el éxito en el manejo de la política monetaria con efectos positivos sobre la inflación y el logro de un crecimiento sostenido con estabilidad de precios que tienda a reducir el riesgo cíclico sexenal de la economía mexicana en el largo plazo deberá tener presente los siguientes aspectos:

1. Creación de una política económica creíble y que reduzca las expectativas de incertidumbre de cada fin de sexenio.
2. Fortalecimiento del sector real de la economía a través de estímulos a la producción sobre todo de los sectores medianos y pequeños.
3. Creación de una vocación exportadora de la gran industria mediante la constante modernización de sus procesos productivos.
4. Reducción de los desequilibrios regionales.
5. Mejoramiento en la distribución del producto entre la población.
6. Fortalecimiento del sector financiero nacional mediante el mejoramiento de los procesos de supervisión y regulación en su funcionamiento.

7. Recuperación del rezago agropecuario mediante la modernización de los procesos productivos y la provisión de créditos a tasas preferenciales para mejorar su capitalización mediante la banca de desarrollo.
8. Manejo eficiente de los recursos públicos y promover el incremento de sus fuentes de ingresos, mediante el combate a la elusión fiscal.
9. Promoción de la inversión extranjera directa. y
10. Promover la inversión productiva, el empleo y el ahorro interno.

El lograr un proceso de crecimiento sostenido, no sólo dependerá de un manejo adecuado de la política monetaria ya que esto sería insuficiente para su logro, debemos de tener presente que éste es sólo uno de los elementos con que cuenta el estado para ejercer su política económica. Esto no significa que no se reconozca su importancia, pero no es sólo mediante esta vía que podamos lograr un proceso de crecimiento de largo plazo con estabilidad de precios, deberemos aprovechar también, las ventajas que podemos tener con la conformación del bloque comercial con América del Norte y fortalecer el proceso democrático de nuestro país.

## **V.- Conclusiones**

La inflación repercute en las esferas económicas y social, como son la especulación, pérdida del ahorro, condiciones propicias para la devaluación, disminución de la intermediación financiera, caída de la demanda global y empobrecimiento de los asalariados, así como el empeoramiento en la distribución del ingreso y el malestar social que produce la carestía.

Las principales teorías que explican la inflación atribuyen ésta al exceso de demanda, a la presión de los costos o a deficiencias estructurales. La más conocida es la primera, que recomienda, en general, políticas contraccionistas, explicadas por el uso de instrumentos y políticas monetarias y fiscales.

Los programas de estabilización para controlar la inflación en México se han diseñado atendiendo a las diferentes necesidades que van surgiendo en los distintos tipos de inflación. Se han seguido esquemas ortodoxos que han tratado de combatir la inflación a través de políticas contraccionistas de la demanda agregada y restricción de la liquidez, mediante el control de la base monetaria como lo pudimos observar en la gráfica No. 6.

Por otra parte las llamadas políticas "no ortodoxas" que tratan de combatir la inflación a través del control de precios y estímulos a la producción mediante la reducción de impuestos, se acompañan de una serie de pactos económicos entre el gobierno y los distintos sectores sociales (obreros, inversionistas y gobierno) de la economía, con el objeto de concientizar a la población de que a nadie conviene la inflación. En la actualidad para afrontar la crisis económica que se generó en diciembre de 1994, con la devaluación del 15% del peso frente al dólar, se regresa a las estrategias recomendadas mediante acuerdos con el FMI, para combatir la inflación.

Sin embargo, la perspectiva en cuanto a las políticas de estabilización dentro del marco del modelo noeliberal dejan ver que, si bien es cierto los niveles de inflación desde 1995 han tenido una tendencia a la baja, esta ha sido menor del 40% por lo que no se esta cumpliendo con el objetivo de mantener la inflación en niveles de un dígito como se logro en los años de 1993 y 1994.

A partir de 1995 la política monetaria ha puesto un énfasis especial en contrarrestar los efectos de la crisis generada por la devaluación de finales de 1994, por lo que las políticas del gobierno, al contar con el apoyo de la política monetaria, habrían de desempeñar un importante papel en la consecución de la estabilización del nivel general de los precios y de la reducción de las tasas de interés, así como en detener la volatilidad del tipo de cambio.

Pese a todo lo anterior, si bien la política monetaria restrictiva ha sido la constante que ha caracterizado el proceso desinflacionario a partir de 1995, con las secuelas en la restricción hacia un mayor crecimiento económico esto a fomentado el mantener al interior del mercado financiero nacional tasas de interés reales elevadas, con el consecuente encarecimiento del crédito y el deterioro de la actividad de la banca comercial en nuestro país.

Sin embargo un punto importante que se ha empezado a discutir en los medios académicos y de otros analistas de consultorias privadas es el relacionado con el problema que la restricción monetaria ha implicado sobre el nivel de las tasas de interés y de su efecto de estas sobre las entradas de capital externo que han favorecido la revaluación cambiaria y por tanto la sobrevaluación del tipo de cambio real que considerando con base 1996 igual a 100.0 se estima que supera el 25.0 por ciento nivel ligeramente inferior al que prevalecía en 1994.

En este sentido se prevé, por algunos analistas que esto podría causar un demanda de activos externos que nos conducirían a un ajuste de la paridad cambiaria si las

expectativas de los agentes económicos consideran que esta es ya insostenible, al respecto quisiera señalar, la siguiente opinión:

“a) La adopción de una política monetaria restrictiva, misma que al provocar incrementos en las tasas internas de interés genera un flujo de entrada de capitales al país, puesto que los inversionistas globales responderán al mayor diferencial entre la tasa interna de interés y la tasa de interés mundial. Tal flujo de capitales apreciará el tipo de cambio, lo que empeorará la balanza comercial provocando una caída en la demanda agregada y por tanto en el ritmo de crecimiento económico...

Por otro lado, es necesario señalar que la proporción en que se apreciará el tipo de cambio dependerá de la magnitud de la restricción monetaria, aunque en el corto plazo puede observarse alguna sobreacción, causada por el diferente grado de sensibilidad de la demanda agregada a la apreciación.

b) Las expectativas de una futura depreciación cambiaria, que provocará que los inversionistas empiecen a vender activos externos hasta que la diferencia entre las tasas de rendimiento de estos dos activos sea equivalente a la depreciación esperada en el tipo de cambio.

En tal sentido, se espera que la tasa de interés interna exceda a la tasa externa en la magnitud de la depreciación anticipada”<sup>37/</sup>

Lo anterior apunta a considerar que aunque el manejo del tipo de cambio no se ha manejado recientemente como ancla nominal de precios, si la política monetaria ha implicado nivel altos de tasas de interés que se han convertido en un verdadero instrumento de control de la inflación, pero, sin embargo esto podría significar que el diferencial tan alto de tasas de interés domésticas respecto a las externas podría desembocar en una devaluación de final de sexenio.

---

<sup>37/</sup> Periódico el Financiero, “Sección Barómetro Financiero”, por Rodolfo Navarrete, México, D.F. 13 de Septiembre de 1999

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

Desde mi punto de vista y después del análisis realizado, lo que se ha observado en la economía mexicana es que el control de la liquidez ha sido un instrumento fundamental en reducción del proceso inflacionario en nuestro país. Sin embargo, el suponer que por esta razón se podría generar a través del diferencial de tasas de interés expectativas devaluatorias, sería tanto como suponer que no existe entonces ningún tipo de política económica que rompa con las crisis cíclicas sexenales

Como ya se señalaba en el apéndice de esta tesis, relacionado con el logro de un proceso de crecimiento sostenido se afirmaba que uno de los factores que al final de cuentas si ha generado distorsiones en las economías emergentes han sido los flujos de capital externos, lo cual ha implicado ajustes cambiarios e inflacionarios en las economías emergentes.

Por consecuencia, si consideramos que el manejo actual del tipo de cambio su precio se encuentra en función de su relación entre su oferta y demanda, la expectativa actual de una posible devaluación cambiaria es difícil de suponer debido justamente a que la mayor oferta de dólares ha permitido la revaluación del tipo de cambio, lo cual significa que el efecto que la restricción monetaria ha tenido sobre las tasas de interés estas han sido consistentes con el objetivo de crecimiento económico ya que incluso al primer semestre de 1999, este fue mayor a las expectativas y cálculos oficiales que se tenían al inicio del año. Adicionalmente, el mejoramiento de los precios internacionales del petróleo han favorecido un mejoramiento de las expectativas de crecimiento para 1999 y además ha contribuido a la estabilidad del tipo de cambio.

Sin embargo, es importante reconocer también que la política monetaria por si misma no puede ser el instrumento único para contrarrestar los efectos adversos de la inflación, es claro que el fortalecimiento del sector real de la economía y de un manejo prudente de las finanzas públicas son factores importantes que complementan el manejo de la política monetaria.

Es importante señalar también, que el estado que guardan las cuentas externas sobre todo en lo que respecta a los requerimientos de moneda extranjera derivados del déficit en cuenta corriente es un factor importante en el nivel del tipo de cambio. Por su parte, si el déficit que registra la cuenta corriente esta siendo compensado por una situación superávitaria de la cuenta de capitales, esta tiende a compensar la demanda de recursos para cubrir el déficit de la cuenta corriente.

# **Bibliografía**

## BIBLIOGRAFIA

Aldo A. Arnaudo, "Economía Monetaria", Ed. CEMLA, México 1987

Arturo Huerta G., "La inviabilidad de la política de ajuste para encarar la crisis" en Momento Económico, México, núm. 77, enero-febrero 1995.

Arturo Huerta, G., La política neoliberal de estabilización económica en México, México, Diana, 1994.

Aspe Armella, Pedro. "El Camino Mexicano de la Transformación Económica", Edit. F.C.E., México, 1993

Banco de México, "Política Monetaria Programa para 1999", México 1999.

Banco de México, "Política Monetaria Programa para 1996", México 1996.

Banco de México, "Política Monetaria Programa para 1997", México 1997.

Banco de México, "Política Monetaria Programa para 1998", México 1998.

Carlos Salinas de Gortari, "Sexto Informe de Gobierno", Ed. Presidencia de la República, México 1994

CEPAL "El Desarrollo de América Latina y el Caribe: Escollos, Requisitos y Opciones". en Revista Mercado de Valores No. 6. 1987

Cordera C. Rolando y Ruiz Durán Clemente. "Esquema de periodización del Desarrollo Capitalista en México". Revista de Investigación Económica, UNAM. 1980

De Olloqui, José Juan, "El Sistema Financiero en la Nueva Estrategia de Desarrollo". Ponencia presentada al "Foro de Consulta Popular sobre Modernización Financiera" Marzo 1989

Gerardo González Chávez "La crisis actual y el Estado neoliberal", en México: pasado, presente y futuro, México, Siglo XXI - Iiec, 1996.

Grupo Financiero Bancomer, "Informe Económico Junio de 1999", México.

Grupo Financiero Bancomer, "Los Tigres Pierden sus Garras: Cuatro Crisis Bancarias", México.

Hall, R & Taylor, J "Macroeconomics" W W Norton & Company, 1991.

Huerta G., Arturo. "Liberación e Inestabilidad Económica en México, Edit. Diana, México, 1992

Investigaciones Económicas México, Vol. LVI, num 216, abril-junio, 1996.

Joshep Ramos, " Políticas de estabilización" en Lecturas de Economía Política, UAM-I.

Luiz Bresser Pereira y Yoshiaki Nakano, "La teoría de la inercia inflacionaria", Ed. FCE, México 1989.

Macario Schetino, "Economía Contemporánea". Ed. Iberoamérica, México 1996.

Miguel Angel Rivera Ríos, "La nueva crisis de la economía mexicana: 1994-1995" en OCDE, "Estudios Económicos de la OCDE", México 1998.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), "Estudios Económicos de la OCDE

Ortiz, Soto, "El Dinero: la teoría, la política y las instituciones"

Periódico "La CRONICA", Quinto Informe de Gobierno del Presidente la República

Mexicana Ernesto Zedillo, México 1o. de Septiembre de 1999, Sección VI.

Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer, "Macroeconomía", Ed. Mc. Graw Hill, México 1992.

Sacristán Colas, Antonio., "Inflación, Desempleo y Desequilibrio Externo", Edit. CIDE, México, 1989

# **Anexo Estadístico**

**Producción Industrial  
(Variación % Anual, Promedio Móvil 3 meses)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	9.8	8.2	5.9	8.6	9.4	11.7	10.3	10.0	10.4	10.2	10.1	8.9
1998	8.1	8.6	11.5	9.4	8.5	5.4	6.4	6.6	6.4	5.6	4.5	3.6
1999	3.0	2.6	1.8	2.8	3.2	4.5	4.5					

Fuente. Elaborado con base a datos de Banco de México

**Producción Manufacturera  
(Variación % Anual, Promedio Móvil 3 meses)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	10.1	8.4	5.8	9.0	9.8	12.7	11.1	10.6	11.1	11.0	11.3	10.2
1998	9.5	9.6	12.7	10.2	9.5	6.1	7.2	7.5	7.1	6.3	5.2	4.2
1999	3.1	2.4	1.4	2.8	3.3	4.9	5.0					

Fuente. Elaborado con base a datos de Banco de México

**Producción Minera  
(Variación % Anual, Promedio Móvil 3 meses)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	4.7	2.2	0.5	1.5	4.2	6.2	6.9	7.3	6.9	6.4	5.9	4.4
1998	4.0	4.0	6.7	7.4	6.7	5.0	3.8	2.7	2.3	0.5	-0.5	-0.2
1999	1.3	1.3	-0.9	-3.4	-5.7	-6.1	-4.6					

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Producción de la Industria de la Construcción  
(Variación % Anual, Promedio Móvil 3 meses)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	12.1	10.6	9.0	11.4	11.7	12.2	10.6	10.3	10.2	9.7	7.9	6.0
1998	5.2	6.8	10.2	8.1	5.5	2.0	2.6	3.3	4.8	4.3	3.5	2.1
1999	2.7	3.5	3.9	4.5	5.0	5.7	5.2					

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Producción de la Industria Eléctrica  
(Variación % Anual, Promedio Móvil 3 meses)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	6.7	5.7	5.9	5.6	5.4	4.7	4.2	4.8	5.7	6.5	5.0	4.6
1998	3.4	4.5	4.3	4.4	4.7	5.3	6.7	6.4	5.6	4.1	3.4	3.3
1999	3.7	3.7	3.9	4.6	5.0	4.9	3.8					

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Precios al Consumidor  
(Variación % Mensual)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	2.6	1.7	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	1.3	0.8	1.1	1.4
1998	2.2	1.8	1.2	0.9	0.8	1.2	1.0	1.0	1.6	1.4	1.8	2.4
1999	2.5	1.3	0.9	0.9	0.6	0.7	0.7	0.6				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México

**Precios al Consumidor  
(Variación % Anual)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	26.4	25.6	24.5	22.3	21.2	20.3	19.7	19.2	18.8	18.2	17.8	15.7
1998	15.3	15.4	15.3	15.1	15.0	15.3	15.4	15.5	15.9	16.7	17.4	18.6
1999	19.0	18.5	18.3	18.2	18.0	17.4	17.0	16.6				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México

**Precios al Productor  
(Variación % Mensual)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	1.9	0.5	0.6	0.4	0.9	0.5	0.8	0.9	0.9	1.1	1.5	0.2
1998	2.0	1.6	0.7	0.9	0.5	1.0	1.0	1.2	3.6	1.8	0.9	1.1
1999	2.7	0.6	1.1	0.8	0.3	0.9	0.8	0.9				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Precios al Productor  
(Variación % Anual)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	24.1	22.0	19.2	16.4	16.5	15.9	15.1	14.5	13.7	12.9	13.1	10.5
1998	10.7	11.8	12.0	12.5	12.0	12.6	12.9	13.3	16.3	17.1	16.4	18.6
1999	18.2	17.0	17.4	17.3	17.1	17.0	17.0	16.6				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México

**Base Monetaria  
(Variación % Anual)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	32.4	31.4	33.7	36.4	33.3	30.4	34.6	35.2	31.3	32.1	31.3	29.6
1998	29.2	28.9	20.2	26.6	25.6	23.5	24.1	23.0	23.5	23.8	20.1	20.4
1999	22.7	21.3	30.3	19.8	20.5	23.0	23.9	23.8				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México

**Medio Circulante (M1a)\*/**  
**(Variación % Anual)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	41.7	41.6	42.2	42.5	41.2	41.4	42.2	44.8	38.4	39.6	39.0	32.5
1998	32.4	31.1	27.2	25.4	27.0	23.8	22.3	22.7	20.2	20.0	18.8	19.8
1999	19.1	18.7	17.2	17.5	18.5	17.2	17.8	18.0				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

\*/ De acuerdo a la nueva definición de agregados monetarios publicada en agosto de 1999 por Banco de México

**Agregado Monetario Amplio (M4a) \*/**  
**(Variación % Anual Real)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	5.3	7.6	7.9	9.7	10.9	11.6	10.7	11.2	10.7	11.4	11.0	11.5
1998	10.3	9.7	9.3	8.5	8.5	7.6	7.3	7.6	7.0	5.0	5.2	4.8
1999	4.2	5.0	5.6	4.1	4.7	4.2	5.7	5.5				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México

\*/ De acuerdo a la nueva definición de agregados monetarios publicada en agosto de 1999 por Banco de México

**Banca Comercial: Captación de Residentes \*/**  
(Variación % Anual Real)

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	5.7	8.4	8.6	7.6	9.2	9.3	9.0	9.7	9.2	9.0	8.1	9.7
1998	3.1	2.3	0.2	2.3	4.7	4.6	3.2	6.0	8.3	6.2	5.3	3.9
1999	6.6	5.9	4.1	0.9	-0.1	1.3	2.0	2.0				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

\*/ De acuerdo a la nueva definición de agregados monetarios publicada en agosto de 1999 por Banco de México

**Banca Comercial: Financiamiento al Sector Privado**  
(Variación % Anual Real)

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	-10.8	-11.3	-10.7	-9.9	-9.0	-9.3	-10.8	-10.0	-10.5	-10.7	-10.1	-8.0
1998	-6.6	-5.2	-5.9	-4.8	-3.8	-2.5	-2.7	-0.9	0.1	-1.3	-2.4	-4.8
1999	-4.6	-5.5	-6.3	-7.8	-7.1	-10.4	-9.5	-13.0				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Tipo de Cambio para Solventar Obligaciones (FIX)**  
(Pesos por Dólar, promedio mensual)

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
1997	7.830	7.793	7.963	7.904	7.906	7.947	7.886	7.784	7.779	7.811	8.284	8.136
1998	8.180	8.493	8.569	8.500	8.561	8.695	8.904	9.260	10.215	10.152	9.987	9.911
1999	10.110	10.015	9.769	9.446	9.362	9.542	9.367	9.398	9.340			

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Tasas de Interés**  
(Porcentaje Promedio)

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Cetes 28 d.												
1998	17.95	18.74	19.85	19.03	17.91	19.50	20.08	22.64	39.32	34.86	32.12	33.66
1999	32.13	28.76	23.47	20.29	19.89	21.08	19.78	20.54	19.71			
C.P.P.												
1998	16.98	17.03	17.37	17.66	16.85	17.24	17.75	19.05	27.54	29.28	27.76	28.56
1999	28.31	26.90	22.84	19.16	17.82	18.62	18.08	18.17	17.94			
TVE												
1998	19.74	20.52	21.69	20.55	19.90	21.47	21.88	25.78	42.04	37.65	34.78	36.69
1999	35.80	32.21	26.87	22.54	22.52	23.57	22.07	23.13	22.04			

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Tasas de Interés Reales  
(Tasas Anualizadas)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Cetes 28 d.												
1998	-7.14	-3.41	6.59	8.02	9.27	5.39	9.50	12.42	21.43	20.29	11.25	5.56
1999	2.90	11.10	13.81	9.60	14.11	13.93	13.18	15.39				
C.P.P.												
1998	-8.58	-3.84	3.33	6.56	7.48	3.06	6.29	7.70	8.24	12.59	6.58	-0.70
1999	-1.93	11.16	12.22	8.38	11.06	11.20	10.56	11.96				
T.I.E.												
1998	-5.43	-1.81	8.60	9.65	11.50	7.45	11.52	16.06	24.68	23.71	14.16	8.83
1999	6.77	14.65	17.80	12.06	17.20	16.75	15.85	18.47				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Exportaciones  
(Millones de Dólares)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Total												
1997	8.18	8.07	8.85	9.22	8.84	9.38	9.36	8.95	9.87	10.29	9.56	9.87
1998	8.55	8.91	10.68	9.76	9.77	10.31	9.13	9.24	10.22	10.32	10.22	10.35
1999	8.73	9.65	11.67	10.59	11.10	12.00	10.23	12.32				
Manufacturas												
1997	6.66	6.65	7.36	7.81	7.54	8.23	8.17	7.79	8.71	9.02	8.18	8.69
1998	7.27	7.87	9.48	8.66	8.71	9.37	8.29	8.50	9.44	9.54	9.39	9.54
1999	7.79	8.64	10.43	9.45	9.92	10.87	9.12	11.10				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

**Importaciones  
(Miles de Millones de Dólares)**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
<b>Total</b>												
1998	9.22	9.50	11.16	10.05	10.09	10.88	10.05	10.04	10.93	11.10	11.17	11.18
1999	9.27	9.94	12.00	10.95	11.32	12.35	10.42	12.77				
<b>Consumo</b>												
1998	0.84	0.87	1.00	0.85	0.82	0.91	0.92	0.62	0.89	1.10	1.02	1.07
1999	0.69	0.78	0.98	0.91	0.89	1.01	0.85	0.91				
<b>Intermedio</b>												
1998	7.03	7.35	8.63	7.78	7.83	8.43	7.62	7.90	8.56	8.57	8.74	8.50
1999	7.24	7.72	9.22	8.45	8.83	9.55	8.05	10.10				
<b>Capital</b>												
1998	1.36	1.27	1.53	1.42	1.44	1.54	1.51	1.31	1.49	1.43	1.41	1.61
1999	1.34	1.44	1.80	1.59	1.60	1.79	1.52	1.76				

Fuente: Elaborado con base a datos de Banco de México.

<b>Balanza Comercial</b> <b>(Miles de Millones de Dólares)</b>																						
		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic									
1997		0.52	0.38	0.67	0.12	0.24	0.27	-0.06	-0.12	-0.12	-0.16	-0.39	-0.73									
1998		-0.67	-0.59	-0.48	-0.29	-0.32	-0.58	-0.92	-0.81	-0.71	-0.78	-0.95	-0.83									
1999		-0.54	-0.28	-0.32	-0.36	-0.22	-0.35	0.18	-0.45													

Fuente. Elaborado con base a datos de Banco de México.