

# LA INFLUENCIA DE LOS CORTOS EN EL TIPO DE CAMBIO, LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO SOSTENIDO

Isela Elizabeth Téllez León\*

7

“La verdad se fortalece con la investigación: la falsedad, con el apresuramiento y la incertidumbre.”

Publius Cornelius Tacitus (55-115), historiador romano

## Resumen

Este artículo aclara la noción y mecanismo del corto monetario sobre la economía y en particular cómo influye en el tipo de cambio nominal, con la finalidad de explicar la política monetaria de cortos que implementa el Banco de México en su objetivo de estabilizar los precios y verificar si ello conduce al crecimiento sostenido de la economía mexicana, necesario para el abatimiento de la pobreza.

Palabras clave: corto, tipo de cambio nominal, estabilidad macroeconómica, crecimiento económico sostenido.

Clasificación JEL: E52, F31, O42.

## Introducción

**H**abría que recordar cómo se adoptaron las medidas de política monetaria actuales, con lo cual la política cambiaria dejó de utilizarse de ancla para controlar los precios y el Banco de México (Banxico) empieza a jugar un papel fundamental en el proceso de estabilización económica, es decir, el “abatimiento de la inflación” para conseguir crecimiento económico sostenido en un marco de estabilidad y transparencia.

\* Estudiante de la Licenciatura en Economía de la UAM-Azcapotzalco (teliz\_2007@yahoo.com.mx).

La política monetaria actual surge con la crisis económica desatada en diciembre de 1994, donde la Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y de Banxico, se vio forzada a implementar un régimen cambiario de tipo de cambio flexible, en donde la autoridad monetaria no fija un tipo de cambio, éste se determina en el mercado de divisas por la oferta y demanda de dólares, es decir no se tiene injerencia ni control sobre el tipo de cambio.<sup>1</sup> Así Banxico tiene un mayor poder en materia de política monetaria para estabilizar a las variables macroeconómicas de México, convirtiéndose la aplicación del “corto” en su principal instrumento por encima de las operaciones de mercado abierto, los Bonos de Regulación Monetaria (BREMS) y el encaje promedio cero,<sup>2</sup> todo este poder de la política monetaria se debe además a la independencia del banco central.<sup>3</sup>

El objetivo de este trabajo es analizar el impacto de la aplicación de un “corto” en el tipo de cambio nominal y, bajo el supuesto de precios externos constantes, se podrá estudiar el tipo de cambio real con base en la teoría de la paridad del poder de compra y el supuesto del arbitraje de las tasas de interés. Ligando el análisis de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias con la disyuntiva creada entre la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico sostenido, para poder otorgar una opinión crítica sobre el tema con base en la evidencia empírica.

Para explicar en que consiste esta nueva política monetaria y cómo influye en el tipo de cambio nominal de 1994-2006, el cuerpo de la investigación está integrado por tres partes. En la primera se explica cómo opera Banxico en el mercado de dinero a través del Régimen de Saldos Acumulados, el cambio e implicaciones al Régimen de Saldos Diarios y en esencia qué es el corto. A continuación se establece cómo influye el “corto” en el tipo de cambio nominal y bajo el supuesto de precios externos (nivel de precios de Estados Unidos) constantes, como se comporta el tipo de cambio real teóricamente. En la tercera parte se reflexiona la influencia de la estabilidad macroeconómica de México sobre el crecimiento económico

<sup>1</sup> En la realidad aunque las declaraciones del Gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz, se maneja el término de régimen de tipo de cambio flexible, no es del todo puro, ya que se han visto intervenciones en el mercado de divisas, encontrándonos en un régimen de tipo de cambio intervenido o de “flotación sucia” (Rubli, 2003: 90-91).

<sup>2</sup> Bajo el esquema de “encaje promedio cero” la autoridad monetaria exige a las instituciones de crédito que al final del período de cómputo el saldo promedio diario de sus cuentas en el banco central sea de cero. Lo anterior implica que en caso de que al cierre del día algún banco presente un sobregiro en su cuenta en el banco central, dicha institución de crédito deberá compensar, dentro del mismo período de cómputo, el referido saldo negativo con un depósito en su cuenta en el banco central de por lo menos igual magnitud. En caso de que alguna institución crediticia presente un saldo promedio negativo en su cuenta en el banco central al término del período de cómputo, dicho banco se hace acreedor a una penalización por parte de la autoridad monetaria (Gil Díaz, 1997).

<sup>3</sup> A partir del 1º de abril de 1994 el banco central es declarado autónomo, (Heath, 2003: 190).

sostenido, basando los argumentos en la evidencia empírica, es decir, con tablas y gráficas elaboradas con base en datos de Banxico.

Finalmente se tratan las conclusiones, donde se muestran los alcances y limitaciones de la política monetaria implementada desde diciembre de 1994. Planteamos que la política monetaria, además de controlar el crecimiento de la inflación, debería de adoptar otros objetivos como son el mantenimiento del poder adquisitivo de los salarios y el crecimiento económico.

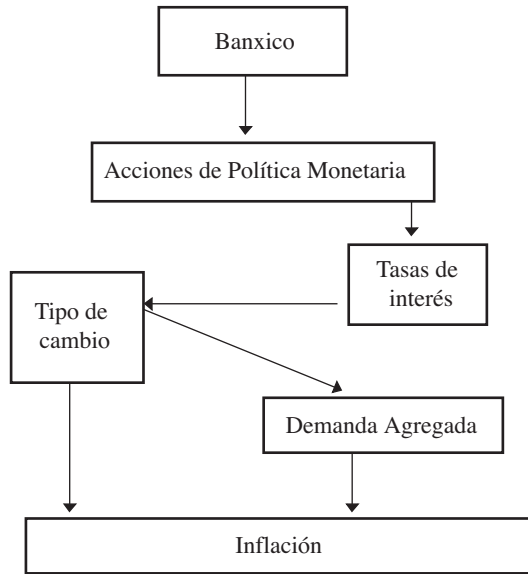
Desde una perspectiva teórica es de esperarse que el aumento del corto genere menores presiones sobre el tipo de cambio nominal, pues al incrementarse la tasa de interés se considera una señal favorable para el ingreso de capital extranjero, ya que aumenta el rendimiento de las inversiones en pesos. Por ello se estimula una entrada de capitales del exterior que tiende a apreciar o a fortalecer el tipo de cambio de la moneda mexicana y, dado el supuesto de la paridad del poder adquisitivo, en el largo plazo se tiene que los precios internos y externos son similares,<sup>4</sup> lo cual implica que al apreciarse el tipo de cambio nominal también lo hace el tipo de cambio real, con lo que se reducen las exportaciones netas las cuales son un componente de la demanda agregada.

Al disminuir la demanda se aminoran las presiones inflacionarias. Sin embargo, no son los únicos efectos provocados por el aumento de la tasa de interés, ya que también representa un costo al interior del país al ocasionar una disminución de la inversión productiva porque se encarece el crédito, lo cual hace que baje la producción y con ello aumente el desempleo, lo que afecta el poder adquisitivo real de la población. El objetivo central de Banxico es lograr la estabilidad de precios, con lo que queda relegada la generación de empleo y el crecimiento. La Gráfica 1 muestra las interrelaciones que conllevan las acciones de política monetaria ya analizadas.

Con base en las acciones emprendidas por Banxico, se observa que prefiere verse atractivo y competitivo frente al exterior con variables macroeconómicas estables, atrayendo inversiones extranjeras que no aportan un porcentaje significativo al crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB).<sup>5</sup> Los frutos obtenidos en materia de estabilidad macroeconómica

<sup>4</sup> El tipo de cambio real se define como:  $q=EP^*/P$  y se supone que en el largo plazo los precios internos y externos son similares, entonces  $q=1$  lo cual nos dice que una canasta de bienes del extranjero equivale a una canasta de bienes del país (Krugman y Obstfeld, 2001: 430-432).

<sup>5</sup> La inversión extranjera se divide en inversión extranjera directa (IED) y la inversión extranjera indirecta (IEI) o de cartera (IEC). Por IED entendemos los flujos internacionales de capital en los que una empresa de un país crea o amplía una filial en otro país. Su característica distintiva es que no sólo implica una transferencia de recursos sino también la adquisición del control, mientras que la IEI son los flujos internacionales de capital financiero que son volátiles (Krugman y Obstfeld, 2001: 175-177). Por lo que me refiero específicamente a la IEI como aquella que no aporta un porcentaje significativo real al PIB.

**Diagrama 1**

Fuente: Elaboración propia.

conllevan costos,<sup>6</sup> pues afectan la tasa de crecimiento de la economía en el corto plazo porque se sacrifican empleos con tal de estabilizar precios. De acuerdo con la curva de Phillips existe un *trade off*<sup>7</sup> entre el desempleo y la inflación. Pues para un objetivo hay sólo un instrumento, con el se está prefiriendo la estabilidad de precios lo cual tiene costos de desempleo, y la única perjudicada es la población que busca empleo y sólo lo encuentra en el sector informal en trabajos temporales, agudizando las condiciones de pobreza.

### 1. Banco de México: del Régimen de Saldos Acumulados al Régimen de Saldos Diarios y qué es el corto

A partir de 1995 Banxico adoptó como principal instrumento de política monetaria el llamado Régimen de Saldos Acumulados, formalizándose en 1998; el corto es un instrumento de tipo

<sup>6</sup> Sánchez, Seade y Werner estudian la relación entre la velocidad de desinflación y el costo asociado a ésta en términos de producción, calculando el coeficiente de sacrificio (CS). “El CS mide cuántos puntos adicionales de desempleo son sacrificados para conseguir una determinada reducción de la inflación” (Sánchez, Seade y Werner, 1999).

<sup>7</sup> Larraín y Sachs, muestran como medir a través del coeficiente de sacrificio (CS) el costo sobre el empleo de bajar las presiones inflacionarias, “se calcula la brecha acumulada de desempleo durante un periodo dividida por la reducción de la inflación en el mismo periodo” (Larraín y Sachs, 2002: 387).

restrictivo en contraste con los largos<sup>8</sup> que son expansivos. En este caso nos enfocamos a los cortos y para poder explicarlos se debe tener en cuenta que las autoridades monetarias monitorean constantemente la demanda de dinero para asegurar que su monto sea consistente con las metas de inflación, por lo que Banxico lleva una “cuenta única” a cada banco que existe en nuestro país, en ella se realizan abonos y sobregiros en lo que originalmente se llamó Régimen de Saldos Acumulados<sup>9</sup> y actualmente se aplica el Régimen de Saldos Diarios.<sup>10</sup>

Cuando en un día un banco tiene sobrantes de liquidez, los abona a su cuenta con Banxico; cuando tiene faltantes simplemente se sobregira en dicha cuenta. Conforme el Régimen de Saldos Acumulados el periodo de referencia para determinar si un banco ha abonado o se ha sobregirado en exceso es de 28 días. Ahora bien, para el promedio del lapso indicado los abonos de los bancos no perciben interés, mientras que los sobregiros se penalizan con el pago de dos veces la tasa de los Certificados de Tesorería (Cetes) a 28 días. Lo anterior significa que el abono promedio se castiga con el costo de oportunidad de tener el dinero en la cuenta (dejar de percibir la tasa de Cetes), y el sobregiro promedio también con la misma tasa de Cetes (se cobra dos veces la tasa, pero pudo haberse invertido a una vez dicha tasa, por lo que el castigo resultante es sólo una vez la tasa de Cetes).

Con base en la explicación anterior, diremos que la política de cortos monetarios consiste en entregar en dos ventanillas la liquidez que demanda el sistema bancario en México. En una ventanilla los bancos obtienen a la tasa de mercado la liquidez que no entra en el corto, mientras que en la segunda obtienen la liquidez restante pagando una tasa mayor que la de mercado. Un banco, o un grupo de bancos, que termine el periodo de 28 días con sobregiro pagará la tasa de castigo de Banxico (o buscará fondos para evitar hacerlo), lo cual presionará al alza las tasas de interés. El corto monetario garantiza que habrá quienes tengan que sobregirarse y que presionarán al alza las tasa de interés de mercado. De esta manera es completamente falso decir que Banxico retira dinero de la circulación, o que niega parte de la liquidez requerida al sistema bancario.

De lo anterior se desprende que la intención del corto es mandar una señal a los agentes económicos, de que la autoridad central se mantiene firme en su objetivo de reducir la inflación y que verá con agrado la elevación de la tasa de interés. Los agentes económicos

<sup>8</sup> El Régimen de Saldos Acumulados positivos se conoce como largo. Banxico busca que la tasa de interés del mercado disminuya: del total de la oferta de base monetaria, una parte pequeña será colocada a una tasa menor a la del mercado, con lo cual los bancos comerciales están dispuestos a prestar a una tasa de interés pequeña para no tener recursos ociosos; por ello se reduce la tasa de interés de mercado y los bancos comerciales terminarán con saldos positivos.

<sup>9</sup> Para mayor detalle del estudio del Régimen de Saldos Acumulados, véase el Anexo explicativo del Informe Anual de 1996 de Banxico.

<sup>10</sup> Para más detalle ver el Régimen de Saldos Diarios de Banxico, véase *La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del Régimen e Saldos Diarios*, (Banxico, 2003).

saben que de no observar los resultados deseados con el corto, Banxico cuenta con otros instrumentos monetarios<sup>11</sup> para realizar una verdadera contracción monetaria y lograr sus propósitos estabilizadores.

El Régimen de Saldos Acumulados fue sustituido por el de saldos diarios a partir del 10 de abril de 2003,<sup>12</sup> el cual funciona de la misma forma que el de acumulados pero el periodo de cerrar cuentas frente a Banxico es diario, la implicación de este cambio es el aumento del poder restrictivo a la aplicación del corto porque es cierre de cuentas sin margen de buscar préstamo de otros bancos comerciales, en donde todos deben ir al día en sus cuentas con el Banco Central.

**Cuadro 1**  
**Evolución del corto**  
**(millones de pesos)**

<i>Fecha</i>	<i>Medición</i>		<i>Fecha</i>	<i>Medición</i>	
	<i>Anterior</i>	<i>Actual</i>		<i>Anterior</i>	<i>Actual</i>
11 de marzo de 1998	20	0.7	6 de diciembre	475	17
25 de junio	30	1.1	10 de enero de 2003	550	19.6
10 de agosto	50	1.8	7 de febrero	625	22.3
17 de agosto	70	2.5	28 de marzo	700	25
10 de septiembre	100	3.6	20 de febrero de 2004	812	29
30 de noviembre	130	4.6	12 de marzo	924	33
13 de enero de 1999	160	5.7	27 de abril	1,036	37
18 de enero de 2000	180	6.4	23 de julio	1,148	41
16 de mayo	200	7.1	27 de agosto	1,260	45
26 de junio	230	8.2	24 de septiembre	1,428	51
31 de julio	280	10	22 de octubre	1,596	57
17 de octubre	310	11.1	26 de noviembre	1,764	63
10 de noviembre	350	12.5	10 de diciembre	1,932	69
12 de enero de 2001	100	14.3	28 de enero de 2005	2,100	75
18 de mayo	350	12.5	25 de febrero	2,156	77
31 de julio	300	10.7	23 de marzo	2,212	79
8 de febrero de 2002	360	12.8	24 de marzo de 2006	2,212	79
12 de abril	300	10.7	8 de diciembre	2,212	79
23 de septiembre	400	14.3	18 de enero de 2007	2,212	79

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

<sup>11</sup> Los instrumentos monetarios con los que cuenta Banxico además del corto son las operaciones de mercado abierto, el encaje promedio cero y los BREMS así como los largos. Para la revisión de los anteriores instrumentos véase, (Solís, 1997: 124-223).

<sup>12</sup> Para mayor información véase el Informe de Política Monetaria (Banxico, 2003).

Por ejemplo, el carácter contractivo que ha prevalecido en la política monetaria en los últimos diez años se acentuó entre febrero de 2004 y marzo de 2005, como se puede observar en el Cuadro 1; durante este lapso se aplicaron un total de 12 cortos, con lo que se pasó de 25 a 79 millones de pesos diarios.

En síntesis, este régimen le permite a Banxico aplicar su política de cortos al introducir un objetivo diario diferente al que se estima sea la demanda diaria de billetes. Esto obliga a uno o varios bancos a acudir a Banxico para satisfacer su demanda y así incurrir en un sobregiro en su cuenta con Éste. A final de cuentas, se abastece la totalidad de la demanda; la diferencia es que una parte pequeña, el monto del corto, se abastece al doble de la tasa de interés de mercado ejerciendo una presión al alza de la tasa de interés, lo que a su vez tendrá un efecto negativo en la demanda. Desde la primera aplicación de un corto (el 9 de noviembre de 1995) hasta la fecha, su monto ha fluctuado entre 0.09% y 0.068% de la base monetaria, por lo que no ha llegado a representar una décima parte de un punto porcentual de la cantidad de billetes y monedas en poder del público (Heath, 2003: 202-206).

## 2. ¿Cómo influye el corto en el tipo de cambio nominal y real?

El efecto inmediato de la aplicación de un corto, observado en los mercados de dinero y cambiario es el alza de la tasa de interés y una apreciación del tipo de cambio nominal.

Para poder entender el efecto del corto en el tipo de cambio real, a continuación se explica la relación que se establece entre dinero, tipo de cambio, los precios y la tasa de interés, introduciendo la teoría de la paridad del poder de compra y el arbitraje de la tasa de interés, lo que permite conectar el nivel de precios ( $P$ ) y la tasa de interés ( $i$ ) locales con el nivel de precios ( $P^*$ ) y tasa de interés ( $i^*$ ) mundiales. Pero estos conceptos implican supuestos restrictivos muy fuertes:

- a) No hay barreras naturales al intercambio como costos de transporte y seguros;
- b) No hay barreras artificiales como aranceles y cuotas;
- c) Todos los productos se comercian internacionalmente;
- d) Los índices de precios de las canastas de bienes (nacional y extranjera) tienen los mismos productos y ponderaciones;
- e) El tipo de cambio real se mantiene relativamente constante a lo largo del tiempo.

La idea básica detrás de la paridad del poder de compra es la “ley de un solo precio”, supone que cuando dos países están muy bien integrados el precio de un conjunto de productos es el mismo, entonces se tiene:  $P=EP^*$ , por ejemplo cuando aprecia el tipo de cambio nominal también lo hará el tipo de cambio real; de la teoría cuantitativa  $P=(MV(i))/Q$  se tiene que los precios están determinados por la multiplicación de la oferta monetaria con la velocidad

del dinero y dividida entre la producción; donde  $M$  es la demanda de dinero que es igual a la oferta de dinero;  $V$  es la velocidad con la que circula el dinero y está en función de la tasa de interés ( $i$ ), y  $Q$  es la producción. Como no hay barreras a la entrada los agentes económicos diversifican su portafolio, de modo que la tasa de interés interna es igual a la externa;  $i=i^*+(E_1-E_0)/E_0$ , pero el futuro es incierto y la crisis financiera afecta en mayor medida a las economías emergentes las cuales se ven en la necesidad de ofrecer una ganancia más alta al inversionista, entonces se tiene  $i>i^*+(E_1-E_0)/E_0+i_r$ , donde  $i_r$  es el riesgo país.

Las ecuaciones anteriores sirven para deducir las relaciones siguientes:

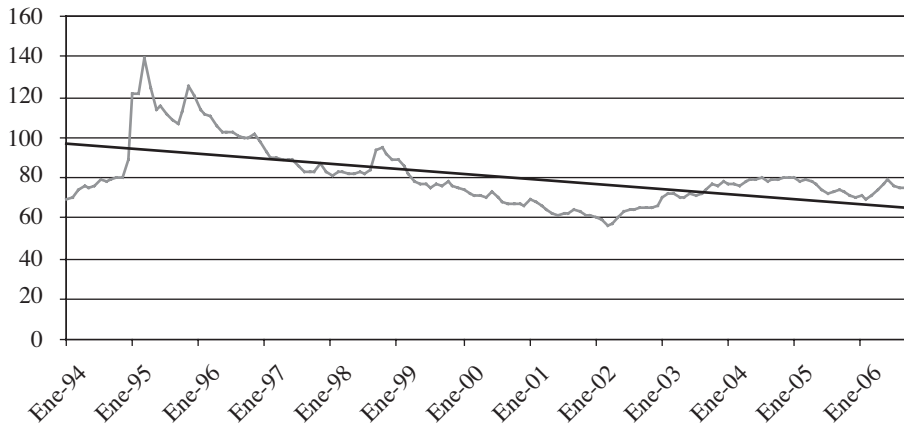
- 1) Considerando que los precios externos son una variable exógena y manteniendo por el momento fija la producción y la velocidad del dinero, se tiene la relación entre oferta monetaria y tipo de cambio; un aumento en la oferta monetaria se traduce en la depreciación del tipo de cambio y esto implica más presiones inflacionarias.
- 2) Dado el nivel de precios externos, la pérdida del valor de la moneda mexicana se traduce en presiones inflacionarias internas, ello debido a que la economía mexicana es profundamente dependiente de los productos importados.
- 3) El aumento en el nivel de precios reduce los saldos reales, se deduce que una expansión monetaria se traduce en una depreciación cambiaria, lo que a su vez conduce a un proceso inflacionario que finalmente repercute en el aumento de las tasas internas.<sup>13</sup> Por lo tanto parece más sensato aplicar una política contractiva, pero en el fondo ésta no genera crecimiento, y lo antes planteado por la teoría es válido para el largo plazo por los supuestos que hace aunque no en el corto plazo donde se afectan variables tanto nominales como reales. Por ejemplo, en el caso del aumento de precios disminuye el poder adquisitivo real.

La depreciación cambiaria implica un menor valor para nuestra moneda y por lo tanto el valor de las inversiones en activos financieros internos disminuye. Por esta razón, mediante el mecanismo de cortos, se tiene que aumentar la tasa de interés para contrarrestar el efecto negativo de la depreciación, de tal forma que se recupere el tipo de cambio nominal, y si los precios externos son constantes, el tipo de cambio real también se recuperará (ver Gráfica 1). Lo anterior, como se observa en la Gráfica 2, afecta el comportamiento de las exportaciones.

<sup>13</sup> Por ejemplo si se quiere mantener la tasa de interés real constante, entonces el aumento de precios se debe reflejar en un ascenso en la tasa de interés nominal.

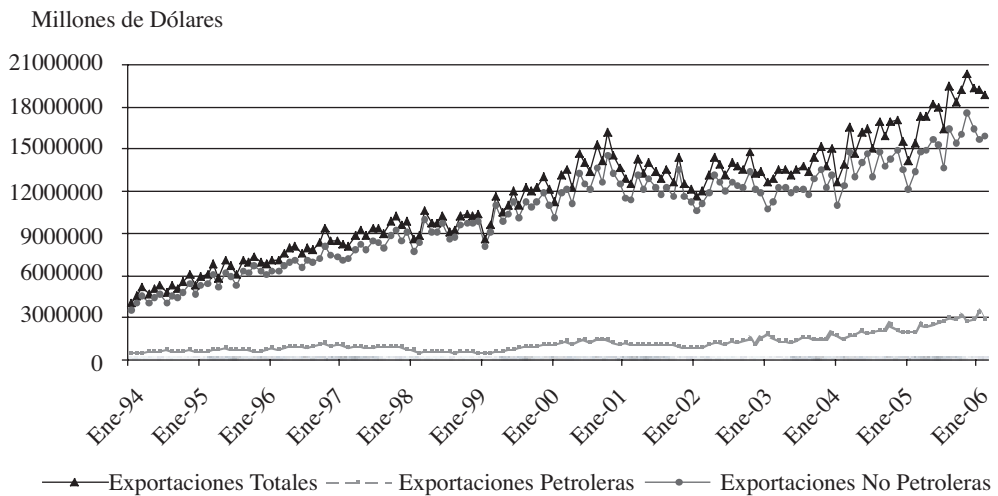


**Gráfica 1<sup>14</sup>**  
**Índice de Tipo de Cambio Real (ITCR), 1994-2006**  
**(con precios consumidor y con respecto a 111 países)**



Fuente: Elaboración propia con base en ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

**Gráfica 2**  
**México: Flujos anuales de las exportaciones, 1994-2006**



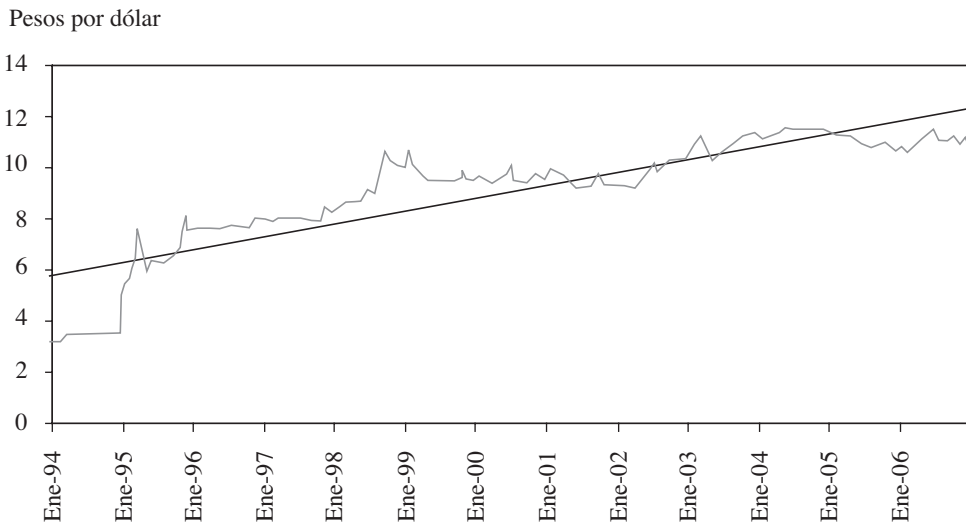
Fuente: Elaboración propia con base en ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

<sup>14</sup> La gráfica fue elaborada con base en datos de Banco de México, quien a su vez se apoyó en Estadísticas del FMI. El Índice de Tipo de Cambio Real (ITCR) se calculó con precios consumidor y con respecto a 111 países, con un período de enero de 1970 a septiembre de 2006, cifras mensuales, sin unidad por ser un índice, de base 1990.

De lo anterior se deduce que los bancos centrales juegan un papel muy importante en la determinación de las condiciones del mercado de dinero. La Gráfica 3 muestra las fluctuaciones del tipo de cambio nominal durante 1995-2006, en donde se aprecia que hay una tendencia del tipo de cambio nominal a depreciarse aun con la aplicación de los cortos. Esto puede explicarse, entre otros factores, por los problemas de déficit comercial de la economía mexicana y el constante aumento de un cuarto de punto de la tasas de interés de los Estados Unidos, que actualmente se sitúa en 5.25%.<sup>15</sup> Lo anterior muestra que en materia de política cambiaria la Comisión de Cambios lo que pretende es que la depreciación del tipo de cambio nominal sea menos brusca.

**Gráfica 3<sup>16</sup>**  
**Tipo de cambio spot: 1994-2006**

16



Fuente: Elaboración propia con base en ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

El comportamiento relativamente estable del tipo de cambio nominal observado durante los años de gobierno del presidente Fox (2001-2006), se debe a que el aumento en las tasas de interés internas en relación a las externas hacen más rentables las inversiones en pesos, haciendo atractiva la entrada de inversión extranjera al mercado interno. Pero por otra parte,

<sup>15</sup> Tasa de interés de los Fondos Federales a diciembre de 2006, tomada con base en datos de Banxico.

<sup>16</sup> Las cotizaciones del tipo de cambio nominal se refieren a operaciones llamadas spot, las más usuales en el mercado de mayoreo entre bancos, casas de bolsa, casas de cambio, empresas y particulares. En dichas operaciones, la entrega de monedas se pacta a dos días hábiles bancarios inmediatos a la fecha de su concertación.

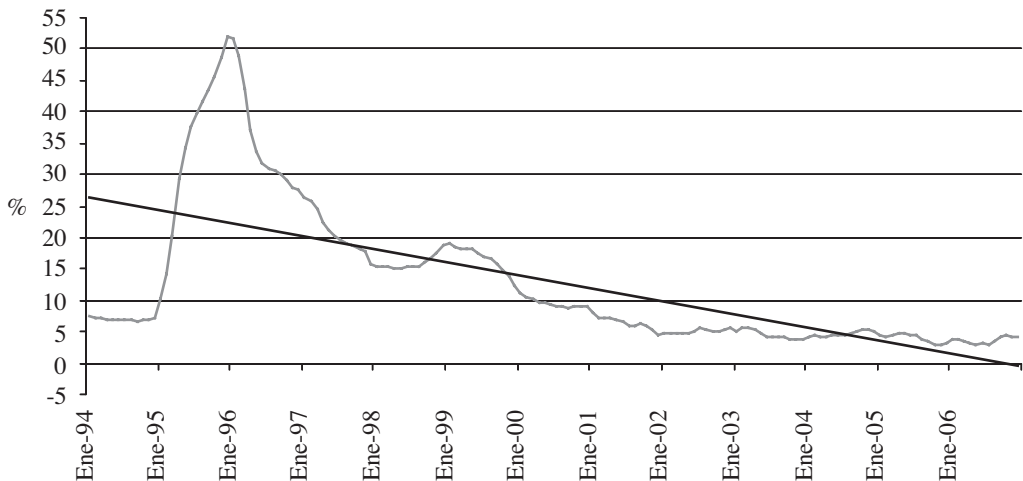
el ascenso en la tasa de interés tiende a reducir el gasto de inversión y consumo del sector privado, ya que la tasa de interés es un costo de producción de las empresas e influye en las decisiones de los consumidores en relación a si adquieren o no un crédito para aumentar su consumo corriente, o quieren ahorrar posponiendo su consumo presente.

### 3. Alcances y limitaciones de la política monetaria: alternativas para mantener el poder adquisitivo

Los alcances de la política monetaria restrictiva son la estabilidad de precios y en general la *estabilidad macroeconómica* que se refiere a la tendencia que en los últimos años han mostrado algunas variables fundamentales del sistema económico:

- a) Reducción en la tasa de crecimiento de la inflación anual (Gráfica 4); en diciembre de 1995 la inflación anual fue 51.97%, para diciembre de 2000 fue 8.96 y en diciembre de 2006 su nivel estimado se ubicó en 4.05% anual, y aunque rebasa la meta de inflación oficial se observa la tendencia descendente de la inflación.

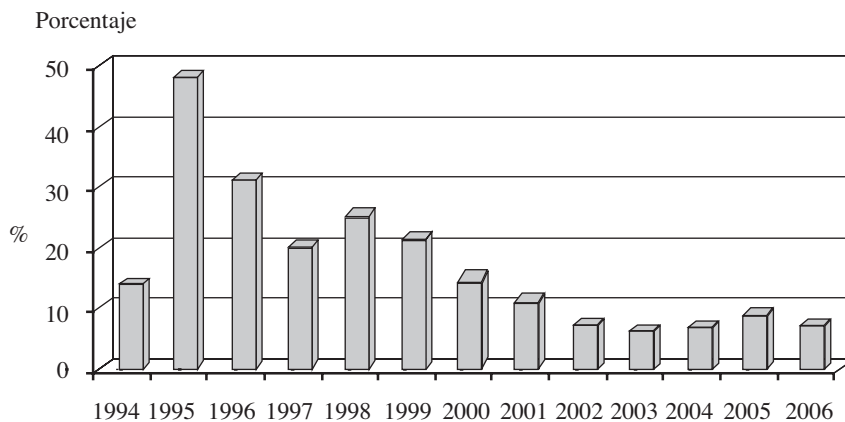
**Gráfica 4**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor, 1994-2006**



Fuente: Elaboración propia con base en ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

- b) La caída de la tasa de interés del mercado (Gráfica 5), de 48.44 en 1995 a 31.39% en 1996; en 2001 durante el gobierno del Presidente Fox el promedio anual de la tasa de interés de los Cetes a 28 días fue 11.31% y para 2006 este indicador se ubicó en 7.19%.

**Gráfica 5**  
**Tasa promedio anualizada de los Cetes a 28 días, 1994-2006**

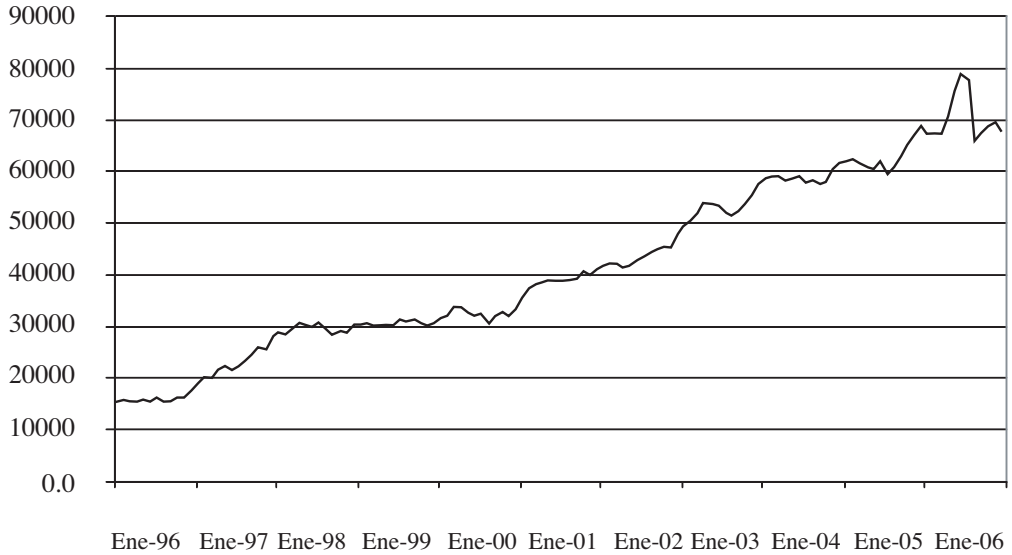


Fuente: Elaboración propia con base en ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

- c) Ascenso en la acumulación de reservas internacionales de 15,483.7 en enero de 1996 a 57,434.9 millones de dólares en diciembre de 2003, y para diciembre de 2006 alcanzaron un nivel de 67,679.7 (véase Gráfica 6). Como la acumulación de reservas internacionales implica un costo de oportunidad para el país, Banxico implementó un mecanismo de subasta de dólares a partir de mayo de 2003 con el propósito de disminuir su ritmo de acumulación.
- d) Finanzas públicas sanas en el sentido de que se ha ido reduciendo el monto del déficit del sector público en relación al PIB.
- e) Como se muestra en la Gráfica 7, durante el sexenio del presidente Fox el monto de la deuda neta total del gobierno federal se ha mantenido relativamente estable; en 1999 ascendía a 19.8% y en 2006 se registra un 19.9 como porcentaje del PIB.
- f) Por otra parte, la política monetaria restrictiva, que ha sido eficiente en el logro de la estabilidad de los precios, se ha convertido en un freno para el crecimiento económico. En el Cuadro 2 y en la Gráfica 8 se muestra el comportamiento del PIB real, en el 2000 su tasa de crecimiento real ascendió a 6.6%, mientras que la proyección de Banxico para 2006 se encuentra entre 4.3 y 4.8%.

**Gráfica 6**  
**Reserva Internacional Neta Mensual, 1996-2006**

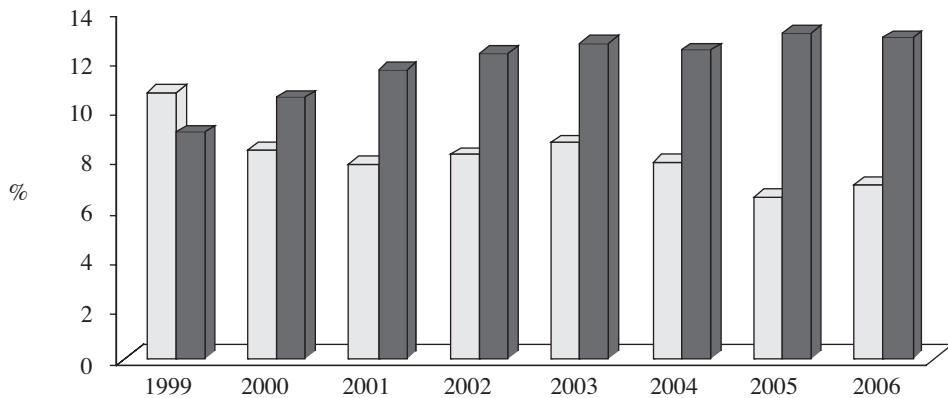
Millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con base en ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

**Gráfica 7**  
**Deuda Neta Total del Gobierno Federal, 1999-2006**

Porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en ([www.conasami.gob.mx](http://www.conasami.gob.mx)).

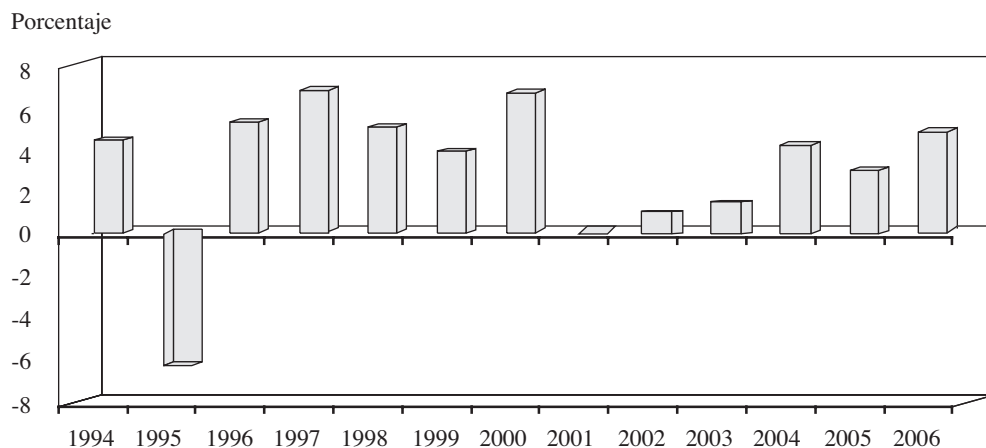
**Cuadro 2**  
**Tasa de Crecimiento del PIB, 1994-2006**

<i>Año</i>	<i>Tasa de crecimiento del PIB</i>
1994	4.4
1995	-6.2
1996	5.2
1997	6.8
1998	5.0
1999	3.8
2000	6.6
2001	0.0
2002	0.8
2003	1.4
2004	4.2
2005	3.0
2006p*	4.3-4.8

\* Proyectado (banxico, 2007).

Fuente: Elaboración propia con base en ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

**Gráfica 8**  
**Tasa de Crecimiento Anual del PIB a precios de 1993**



Fuente: Elaboración propia con base en ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

Dado el insuficiente crecimiento económico proponemos como complemento a la política monetaria, una política fiscal progresiva que grave las ganancias que se van al consumo conspicuo y con los recursos obtenidos se manden al gasto en infraestructura económica y social. Por ejemplo, es necesario aumentar el gasto en educación a fin de generar profesionistas de calidad y por otra parte la vinculación de las universidades en sus investigaciones con las empresas; fortalecer a la banca de desarrollo para facilitar el crédito a pequeñas y medianas empresas con el fin de incrementar la productividad e incorporar tecnologías para ser competitivos en cuanto a calidad en los productos. De este modo, las ganancias no se destinarían al consumo conspicuo, sino a la inversión productiva, aumentando el ahorro interno. Este incremento en el ahorro se podría traducir en un aumento en los niveles de inversión, lo generaría un mayor crecimiento económico con inflación moderada pero sin sacrificar empleos por la falta de dinamismo del mercado interno; entonces el poder adquisitivo de la población no se vería tan afectado. En suma, el reto del gobierno de Felipe Calderón es implementar políticas económicas que tengan como objetivo fundamental el empleo, y no la estabilidad de precios.

## Conclusiones

Una conclusión importante que se deduce de este artículo es que se podría llegar a un crecimiento sostenido mediante la implementación de una política fiscal progresiva, con un manteniendo el poder adquisitivo a través de la política monetaria como auxiliar, sin que esté sea su objetivo prioritario. Por tanto, la elección entre los objetivos de política económica debe ser prioritaria en beneficio del crecimiento del país aunque haya una inflación moderada, ya que todo crecimiento conlleva inflación.

La evidencia empírica muestra que la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria pero no suficiente para lograr un crecimiento sostenido. La tasa de crecimiento del PIB durante 1994-2006 fue 3%, lo que no es suficiente para abatir la pobreza. Por lo tanto, se requiere una combinación de políticas que tengan como objetivo central la generación de empleo y el crecimiento económico, que mantengan además una inflación moderada, bajas tasas de interés y un tipo de cambio nominal fuerte. Lo anterior es importante para atraer ahorro externo y completar el interno, lo cual resultaría en el aumento de la inversión productiva, para dinamizar el mercado interno. Es decir, modificar la estructura económica a fin de generar tasas de crecimiento sostenidas del PIB, necesarias para acabar con la pobreza. No obstante, otro reto fundamental es aminorar la inequidad en la distribución del ingreso.

## Bibliografía

- Banco de México (1996). “La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados”, Anexo del *Informe Anual de 1996*, México: Banxico.
- (2003). *La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Diarios*, México, Banxico.
- (2007). *Política Monetaria y Perspectivas Económicas para 2007*, México: Banxico.
- Díaz de León, Alejandro y Laura Greenham (2000). *Política monetaria y tasas de interés: experiencia reciente para el caso de México*, México, Banxico, pp. 40.
- Elizondo Almaguer, Everardo (2003). “Aspectos diversos del régimen cambiario de México, 1994-2002”, <sup>1</sup>*Moneda y régimen cambiario en México. Contribuciones a un debate de política económica*, México,<sup>2</sup> pp. 25-42.
- Heath Jonathan (2003). “Los instrumentos de política monetaria en México a partir de 1995”, <sup>1</sup>*Moneda y régimen cambiario en México. Contribuciones a un debate de política económica*, México,<sup>2</sup> pp. 189-224.
- 22 Krugman Paul R. y Obstfeld Maurice (2001). *Economía internacional. Teoría y política*, Ed. Pearson Education Addison Wesley, 5ª edición, Madrid, pp. 1-816.
- Larraín B. F. y J. D. Sachs (2002). *Macroeconomía en la economía global*, Buenos Aires: Pearson Education Addison Wesley, pp. 1-792.
- Rubli, Kaiser Federico (2003). “Banca central, política monetaria y credibilidad”, García, Gutiérrez y Torres (coords.) *El nuevo milenio mexicano*, México: UAM-Eón, tomo II, pp. 90-113.
- Sánchez O., Seade J. y A. Werner (1999). “Los costos asociados al proceso desinflacionario”, documento núm. 9903, *Documentos de Investigación del Banco de México*, Dirección General de Investigación Económica, mayo.
- Solis, Leopoldo (1997). *Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI*, México: Siglo XXI Editores, pp. 124-223.

## Recursos electrónicos

- Banco de Información Económica ([www.dgcnesy.inegi.gob.mx](http://www.dgcnesy.inegi.gob.mx)).
- Banco de México ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).
- Comisión Nacional de los Salarios Mínimos ([www.conasami.gob.mx](http://www.conasami.gob.mx)).

<sup>1</sup> Chávez Gutiérrez, F. (coord.)

<sup>2</sup> : Friedrich Ebert Stiftung-UAM.