

EL Cotidiano

El Cotidiano

Universidad Autónoma Metropolitana - Azcapotzalco

info@elcotidianoenlinea.com.mx

ISSN: 0186-1840

MÉXICO

2004

Celso Garrido

POLÍTICA MONETARIA Y DESARROLLO ECONÓMICO EN MÉXICO DESDE 1995

El Cotidiano, julio-agosto, año/vol. 20, número 126

Universidad Autónoma Metropolitana - Azcapotzalco

Distrito Federal, México



Política monetaria y desarrollo económico en México desde 1995*

Celso Garrido**

El propósito de este artículo es analizar la política monetaria de México bajo el TLCAN para considerar su configuración, el impacto de la misma sobre la economía nacional, y las posibilidades de convergencia de dicha política con la de sus contrapartes en el norte de América.

En general, los bancos centrales de las naciones en desarrollo tienen que manejar sus políticas bajo la restricción de que el dólar es la moneda internacional dominante, mientras que sus propias monedas son “moneda provisional” en términos de McKinnon¹. Esto opera junto con la debilidad de los sistemas financieros locales en aquellos países, con respecto al

atractivo que existe para realizar inversiones financieras en los EUA. Pero, en el caso de México, el Banco de México (Banxico) tuvo que considerar, además, cuatro condiciones específicas al momento de decidir su política monetaria desde el comienzo del TLCAN: primero, la necesidad de cumplir con el objetivo de aplicar una política monetaria basada en metas de inflación conforme al mandato constitucional; segundo, el impacto en las finanzas públicas fuera del presupuesto público oficial que provocaban los desequilibrios financieros creados por la crisis bancaria de 1995; tercero, la inestabilidad de los flujos internacionales de capitales que México necesitaba continuar recibiendo para financiar su desbalance externo de cuenta corriente; finalmente, los bajos niveles de inflación y de tasas de interés en los países desarrollados y, particularmente, en EUA.

Bajo esas complejas condiciones, Banxico basó su política monetaria en el argumento ortodoxo de obtener un

nivel deseado de inflación controlando el crecimiento de la base monetaria, aunque esto lo hace, manera indirecta debido a las dificultades para ejercer el control directo de dicha oferta². Para esto, estima un objetivo para la demanda de dinero acorde a la evolución esperada de la economía, y observa el comportamiento de dicha demanda a través de los saldos acumulados de los bancos comerciales en las cuentas del banco central. Sobre esa base, aplica una política orientada a regular dichos saldos, conocida como política de “cortos”, con la que busca ajustar esos saldos a sus objetivos inflacionarios. Banxico argumenta que esa política le habría permitido ofrecer un crecimiento estable de la base monetaria

² La base monetaria representa la masa de dinero primario existente en una economía monetaria bajo un sistema de Banco Central y está compuesta por las reservas internacionales más el crédito público interno que el Banco Central otorga a los bancos comerciales y al Gobierno.

* Una versión preliminar de este trabajo fue presentado en el Seminario de Primavera Financiero de la Asociación Pan-Americana, Mayo 7, Pace University, Nueva York. Deseo mencionar el excelente apoyo profesional para la elaboración de este artículo por parte del Lic. Manuel Villalobos. Finalmente, agradezco los oportunos comentarios del Mtro. Fernando Chavez que me permitieron corregir algunos errores relevantes.

** Profesor-Investigador, Departamento de Economía, UAM-Azcapotzalco.

¹ McKinnon, Ronald I. The Dollar Standard and its Crisis-Prone Periphery: New Rules for the Game, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Septiembre 9, 2002.

y un nivel decreciente de la tasa de inflación, sin que esto deprimiera la actividad de la economía local.

Sin embargo, ese argumento se hace cuestionable cuando se considera que, junto con ese manejo de la base monetaria, Banxico aplicó otros instrumentos para controlar las fuerzas endógenas para expandir la base monetaria que crean dos de las condiciones mencionadas con anterioridad. Nos referimos, de una parte, al impacto expansivo sobre el circulante que provoca el importante flujo de fondos externos a México, lo que Banxico debía controlar sin desalentar la llegada de dichos fondos al país asegurando la estabilidad de la economía mexicana, en particular respecto al tipo de cambio. La segunda condición necesaria de considerar en esta política monetaria fue el creciente monto de deuda pública contingente creada por el gobierno a consecuencia de los rescates de los bancos y otras empresas privatizadas después de la crisis de 1995. Dicha deuda no estaba incluida en el presupuesto gubernamental por lo que se traduce en un factor para la creación de dinero por parte del gobierno.

Esas condiciones explican que el crecimiento relativamente estable de la base monetaria registrado durante el periodo fuera el resultado de dos movimientos contrapuestos. De una parte, se aumentan las reservas internacionales buscando crear confianza en el peso, pero esto se compensa con una reducción sistemática del crédito público interno neto. Esto último se logra a través de combinar fuerzas expansivas y contractivas en dicho crédito, ya que, de una parte, se expande la creación monetaria para atender las necesidades de la deuda contingente (IPAB, Fideicomisos). Al mismo tiempo, se contrae la creación del crédito público mediante depósitos y bonos de regulación monetaria y con una destrucción sistemática de los depósitos creados por Banxico a favor del Gobierno Federal y empresas públicas.

Así, durante los últimos 10 años, el crecimiento correlacionado de la base monetaria con el de la demanda estimada de dinero, se logró aplicando una política pragmática, que combina la aplicación de “cortos”, la expansión de las reservas internacionales y una reducción sistemática del crédito público interno neto otorgado al Gobierno y a las empresas públicas. Esto produjo un cambio importante en la estructura de la base monetaria, con incrementos en las reservas internacionales hasta representar hoy en día más del doble del crédito público, y contracciones sistemáticas del crédito público interno otorgado al gobierno. De conjunto, este cambio en la estructura de la base monetaria tuvo impacto depresivo en la economía mexicana y creó fuertes tensiones para su desarrollo.

Dada la naturaleza de los factores que configuran esta política, es posible anticipar que los mismos pueden evolucionar hasta generar un creciente desequilibrio, para poner en riesgo la estabilidad de la economía. Cambios posteriores en la política monetaria de EUA, por ejemplo en el sentido de un aumento en la tasa de interés de la FED, pueden introducir tensiones adicionales a esta situación local.

Para presentar este argumento, consideraremos las condiciones que determinan la política monetaria de Banxico desde 1995; luego, analizaremos los elementos de esta política. Por último, consideramos las tensiones y los factores de desequilibrio presentes en esta política y presentamos algunas reflexiones sobre las opciones de política.

Condiciones nacionales e internacionales para la política monetaria mexicana desde 1995

La política monetaria en México desde el acuerdo del TLCAN iniciado en 1994, se elaboró a partir de cuatro condiciones que son relevantes para nuestro objetivo. Estas son complejas por lo que sólo haremos una breve presentación de las mismas.

a) Monedas nacionales, banco central y política monetaria en el contexto de la globalización económica y la integración regional.

Con la globalización económica y financiera, junto a la incertidumbre creada por la crisis en la arquitectura del sistema monetario y financiero internacional después del colapso del régimen Bretton Woods, se desarrollan tendencias problemáticas para los sistemas monetarios y financieros nacionales de los países en desarrollo³. De una parte, la tendencia a crear uniones monetarias regionales, lo que para México y otros países latinoamericanos opera en un ambiente de poder monetario del dólar. Eso significa que, para estos países, su moneda nacional tiene el carácter de “moneda provisional” frente al dólar, que, en contraste, aparece como el instrumento monetario con la totalidad de atributos⁴. Por ello, en estas sociedades, la tarea del banco central cuando negocia un valor estable de la moneda se convierte en el dilema de defender la existencia misma de la moneda nacional. En el caso de México, luego de la crisis de 1995, se desarrolló un fuerte debate sobre el tema, en el cual algunos sectores proponían adoptar el dólar como moneda nacional, dadas las relaciones comerciales y financieras con

³ Schaberg, Marc, *Globalization and the Erosion of National Financial Systems: Is Declining Autonomy Inevitable?*, Edward Elgar, Chentelhaum, UK-Northampton, MA, USA, 1999.

⁴ McKinnon, Ronald I., *Op. cit.*, 2002.

los EUA. Sin embargo, esto no fue aceptado por el Banco de México, como lo veremos más adelante⁵.

De otra parte, los sistemas financieros nacionales de esas economías se han visto colapsados ante la influencia de los impactos causados por los flujos financieros internacionales de corto plazo, tal como sucedió en la crisis de Rusia, Asia, etc. Adicionalmente, estos sistemas financieros han sido afectados por el atractivo que ejercen las colocaciones financieras en Estados Unidos para los inversionistas latinoamericanos. Bajo estas condiciones, la defensa de la identidad monetaria y la reconstrucción del sistema financiero se han convertido en un reto de enormes magnitudes en México para la elaboración de la política monetaria por parte de Banxico.

b) Los cambios institucionales de Banxico.

Una segunda condición relevante para nuestro tema fue la reforma de la Constitución Mexicana que se llevó a cabo a mediados de 1994, poco después que empezara a operar el TLCAN. Con la misma, Banxico fue declarado autónomo, fijando que su principal tarea sería mantener estable el valor de la moneda nacional.

Esa reforma fue parte de una tendencia internacional establecer la autonomía de los bancos centrales y fijarles metas de control de la inflación (inflation targeting) como el principal objetivo de su administración⁶. La nueva regulación busca controlar a los gobiernos en el uso del poder de creación de crédito monetario público mediante el banco central, asumiendo que ésta habría sido una causa principal de procesos hiperinflacionarios⁷. En el caso de México,

⁵ En América Latina hubo experiencias contrastadas de otras opciones como el Consejo Monetario y la "dolarización", las que fueron desechadas en México. véase Honohan, Patrick, and A. Shi, Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies, The World Bank, Development Research Group; y Caprio, Gerard; Jr., M. Dooley, D. Leipziger, and C. Walsh, The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board: The Case of Argentina, World Bank, Working paper No. 1648, June 1996.

⁶ Con ello se modificó una tendencia histórica de los bancos centrales, que tradicionalmente habían buscado administrar los circuitos de crédito monetario y los ciclos económicos en los países, al tiempo que operaban como "prestamista de última instancia" para los sistemas bancarios nacionales. Keynes resumía esta visión con la metáfora de que el Banco Central era "el director de la orquesta" en la dinámica de los circuitos monetarios nacionales. En el caso de Banxicola estrategia de "objetivos de inflación se estableció recién a partir de 1999, como una modalidad del mandato constitucional de control de inflación establecido en 1994.

⁷ Esta concepción está basada en la teoría de la neutralidad y el carácter exógeno del dinero como un instrumento nominal para los intercambios del mundo real, y en la teoría cuantitativa, que estableció una causalidad positiva entre los cambios en la cantidad de dinero y los cambios en el nivel de precios. Conforme a esta teoría, el Banco Central solo debería asegurarse de proveer solo la cantidad nominal de instrumentos requeridos para las transacciones, ya que si la masa monetaria excede estos

esa regulación se dio en el contexto de liberalización y de desregulación de los mercados, concibiendo que la estabilidad de precios generada con la estrategia monetaria mencionada proveería una condición favorable para la asignación eficiente de los recursos a través de los mercados. Independientemente de esta justificación ideológica, la estabilidad de precios era requerida para ofrecer mejores horizontes de planeación a los inversionistas financieros internacionales de corto plazo en cuanto a sus inversiones en México.

Sin embargo, Banxico enfrentó serios problemas para aplicar esta estrategia basada en el control de la cantidad de dinero que provee a la economía, debido a que en la economía mexicana operan factores importantes de creación endógena de dicho dinero. Así, este nuevo orden institucional se desarrolla en un compromiso entre sus restricciones legales y esas condiciones prácticas, que debían ser manejados por el banco central.

c) Los efectos de la crisis de 1995 y el problema de la deuda pública contingente.

En tercer lugar, debe indicarse que el diseño y la aplicación de las políticas monetarias por parte de Banxico se realizó en el contexto de una gran crisis financiera en el país comenzada a finales de 1994. Como parte de ello, la mayoría de los bancos comerciales y de las casas de bolsa enfrentó la quiebra, amenazando con ampliar la crisis financiera. Como es sabido, estas quiebras fueron negociadas por el gobierno a través de varios programas de rescate de dichas instituciones financieras, el principal de los cuales fue el denominado Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa)⁸.

requerimientos crea presiones inflacionarias. Véase Garido, C., y Peñaloza, T., Ahorro y sistema financiero en México, Grijalbo, México, 1996.

⁸ Mediante este Programa se rescató a los bancos en quiebra intercambiando los activos crediticios malos por notas gubernamentales que generan intereses (los así llamados "Pagaré FOBAPROA"). Adicionalmente, con el programa "Procapte" el gobierno proveyó de capitalización temporal a algunos de ellos. Asimismo, el gobierno rescató a los bancos públicos de desarrollo que entraron en quiebra. Por último, el gobierno cargó además con el rescate de algunas compañías que habían sido privatizadas a comienzos de los noventas, y que también estaban en bancarrota debido a la crisis de 1995. Como un ejemplo, podemos mencionar el caso de las compañías que habían obtenido concesiones para las carreteras federales. Hay que señalar que esta conducta del gobierno frente a los quebrados privados forma parte de una práctica desarrollada en el país desde décadas atrás, lo que ha contribuido a generar montos crecientes de pasivos públicos que afectan severamente las posibilidades de financiar el desarrollo del país. Garrido, C., "Mexico financial system and economic development: current crisis and future prospecto" en Confronting development.

⁹ En particular, durante la administración del presidente Zedillo comenzaron a operar los llamados Proyectos Productivos de Infraestructura con Impactos Diferidos en el Registro del Gasto (PIDIREGAS), los que según

Esto generó un problema fiscal extremadamente serio debido a dos razones principales. La primera, porque los fondos públicos requeridos para esos rescates no estaban considerados en el presupuesto gubernamental aprobado por el Congreso. En consecuencia, se creó la denominada “deuda pública contingente”, que es una deuda creada por el gobierno sin la aprobación legal del Congreso, pero que crea compromisos financieros que deben ser pagados en el futuro con fondos públicos. Estas deudas se incrementaron vertiginosamente por el hecho de esos programas de rescate de las compañías financieras, particularmente de los bancos, fueron aplicados con altos niveles de corrupción por parte de algunas compañías, banqueros y servidores públicos involucrados en los mismos. Toda esta situación generó un desequilibrio fiscal no reconocido en el presupuesto público pero que obliga al Estado a realizar pagos de manera regular. Por ejemplo, los flujos de intereses que, mensualmente, paga el Estado a los bancos por los rendimientos de los Pagares Fobaproa. Ello creó a Banxico un serio condicionante para el diseño de sus políticas monetarias desde 1995, ya que está presionado a crear crédito monetario interno para cumplir parte de dichas obligaciones. Desafortunadamente, la irregular práctica de crear deuda pública contingente continúa operando, generando nuevas cantidades de ese tipo de pasivos⁹.

El impacto de la deuda contingente fue reconocido por las autoridades de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) cuando crearon el registro contable llamado Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) que incluye no solo el balance público formal, sino también las obligaciones no contabilizadas en la deuda pública oficial (o deudas contingentes) así como los ingresos no periódicos¹⁰. La Gráfica 1 muestra el balance histórico de los RFSP desde 1990, donde puede observarse que este comenzó en un nivel muy alto en 1990, disminuyó en la primera mitad de los noventa como consecuencia de los procesos

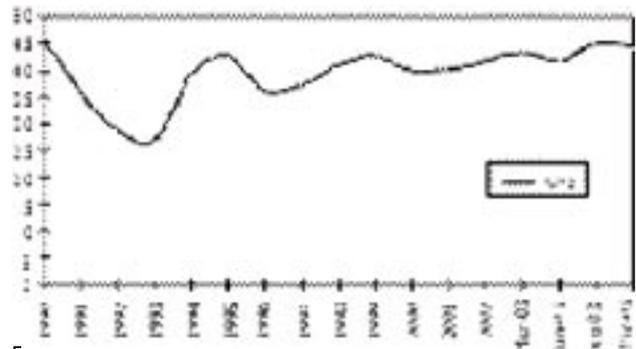
estimaciones recientes, han creado nueva deuda pública contingente por 25 mil millones de dólares. Además, subsiste la crisis de los programas públicos de pensiones tales como los del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), el Instituto de Seguridad Social para los Trabajadores del Estado (ISSSTE), así como los fondos de pensiones de algunas universidades públicas que están en quiebra técnica. Todo esto suma varios miles de millones de dólares que algunos estudios estiman pueden ser más de setenta por ciento del PIB.

¹⁰ Balance tradicional + PIDIREGAS + IPAB + FARAC + Programas de deudores + Banca de Desarrollo y fondos de desarrollo + Adaptaciones para los registros presupuestarios.

¹¹ Véase Global Development Finance 2003, World Bank, Washington.

¹² Estos distintos tipos de dinero configuran el sistema de pagos con

Gráfica 1
Requerimientos financieros del sector público
(balance histórico)



Fuente: SHCP.

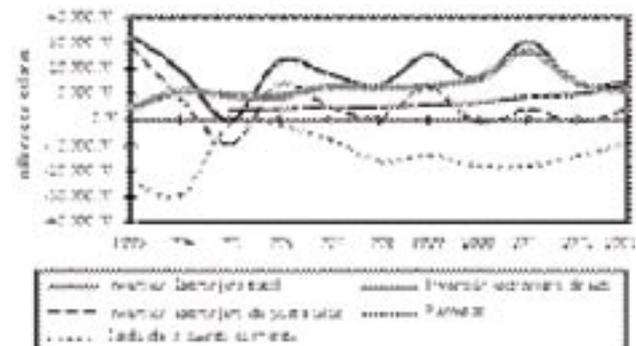
de privatización, y crece nuevamente desde entonces para alcanzar los niveles del comienzo del periodo.

Esto significa que lo que se presentaba como un superávit presupuestario, era un déficit del 4% del PIB. El problema se complica debido a que el país no ha sido capaz de aprobar una reforma fiscal progresiva que permita, entre otras cosas, integrar estas deudas contingentes en el presupuesto público formal e incrementar la recaudación fiscal, para así ser capaces de pagar esos pasivos sin sacrificar otros programas o sin apelar a la emisión monetaria.

d) Los flujos de fondos internacionales y su efecto en la política monetaria.

Una cuarta condición relevante a resaltar, para nuestro tema, es la que crean las nuevas modalidades de flujos internacionales hacia los países en desarrollo, y en particular hacia México. Estos distintos flujos se esquematizan en la Gráfica 2.

Gráfica 2
Inversión extranjera directa y de portafolio, remesas
y saldo de la cuenta corriente de la balanza de
pagos de México
(1993-2003)



Fuente: Elaboración del autor con base en Banxico.

Particularmente destacamos, de una parte, los flujos de capitales internacionales de corto plazo, los que crecen desde mediados de los setentas con la crisis de Bretton Woods, pero especialmente a finales de los ochentas. Estos son problemáticos debido a su carácter volátil y especulativo, lo que genera muchos problemas para el manejo de la base monetaria y el tipo de cambio por parte del banco central. Un segundo flujo relevante son las remesas de los emigrantes, de creciente importancia para los países receptores, tal como fue señalado recientemente por el Banco Mundial¹¹. Particularmente para México esto alcanza magnitudes extraordinarias en el 2003, cuando llega a los 13 mil millones de dólares, sobrepasando a la IED.

En el caso de México, estos flujos internacionales han tenido un impacto general positivo, en el sentido de que ellos han permitido financiar el déficit del balance comercial externo sin tener que contratar cantidades significativas de deuda externa, tal como había sucedido en el pasado. Sin embargo, generaron también una dependencia creciente de la economía a dichos flujos externos, en la medida en que son indispensables para financiar al déficit comercial externo, con el que se mantiene en operación el nuevo orden económico. Dada la fuerte competencia entre los países para atraer esas inversiones extranjeras de portafolios y directa al país, Banxico debió promover una atmósfera de estabilidad, en particular respecto al tipo de cambio, adoptando una estrategia donde el tipo de cambio fuera determinado por la oferta y la demanda. Junto con ello, el Banco creó dos “escudos” para confrontar cualquier ataque especulativo en contra del peso mexicano. De una parte, acumulando enormes cantidades de reservas externas, que hoy en día sobrepasan los 50 mil millones de dólares, el segundo al establecer un pacto con el FMI para tener una línea de crédito continente que México pudiera utilizar en caso de amenazas a su tipo de cambio.

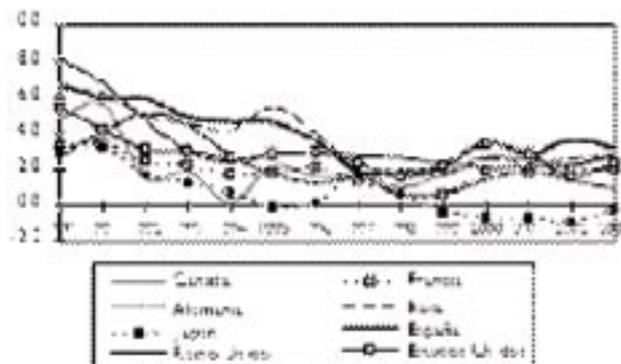
e) La caída de las tasas de interés y la inflación en los países desarrollados, durante los noventas.

Una quinta condición de gran importancia para la política monetaria de Banxico, ha sido la notable evolución a la baja que siguieron las tasas de interés y de inflación en los países desarrollados durante los noventas.

En consecuencia, Banxico tuvo un benchmarking internacional imperativo que guió la orientación fijada en la Constitución para asegurar la estabilidad del valor de la moneda nacional. Bajo dichas condiciones, el banco central debería de aplicar una política monetaria en busca de la

que opera una economía. En la actualidad la descripción esquemática que

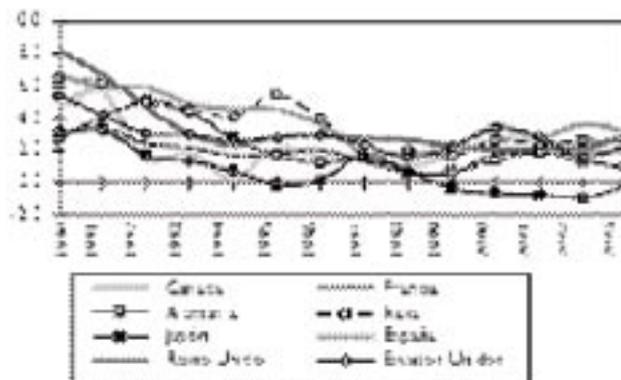
Gráfica 3
Tasas de interés de largo plazo en algunos países desarrollados (por cientos, por año)



Fuente: OCDE.

convergencia de la inflación local y de las tasas de interés con aquéllas de sus principales socios comerciales. Bajo las condiciones del TLCAN, esto significó buscar la convergencia de dichas tasas con las de Estados Unidos.

Gráfica 4
Índice de precios al consumidor (porcentajes de cambio respecto al año anterior)



Fuente: OCDE.

La política monetaria de Banxico y sus principales instrumentos

Nuestro análisis de la política monetaria desarrollada por Banxico desde 1994 se basa en una concepción de la moneda y su gestión por el banco central que diverge de la que subyace en las propuestas de política del Banxico. Esquemizamos ambos enfoques para evidenciar esa diferencia.

Desde nuestra perspectiva, en los sistemas monetarios de banca central la moneda nacional es un medio de pago

legal que el Banco gestiona a través de articular tres circuitos de creación-destrucción de dichos medios de pago: uno de ellos es el vinculado con el mercado de cambios; el segundo es donde el banco central establece sus relaciones monetarias con el Gobierno y la Hacienda Pública; por último, está el circuito de la relación monetaria con los bancos comerciales. En cada uno de estos circuitos tiene lugar un proceso de creación-destrucción de medios de pago legales, y de conjunto ello se traduce en que el banco central provee una cierta cantidad de medios de pago a la economía, lo que se denomina como la base monetaria. Esta se compone de una parte, de las reservas de moneda extranjera, que es el resultado de que el banco compra dichas monedas generando medios de pago legales, los que destruyen al vender dichas reservas. El segundo componente de la base monetaria es el crédito público interno neto, lo que expresa el hecho de que el dinero de banco central es una nota de crédito público que el Banco provee a la economía a través incrementar en términos netos dicho crédito público a ciertos agentes económicos (básicamente el gobierno y los bancos comerciales). A la inversa, el banco central destruye este dinero cuando disminuye ese crédito neto a dichos agentes. Por lo tanto, la expansión o contracción de la base monetaria por parte del banco central es el resultado conjunto de las variaciones de las reservas internacionales y del crédito público interno neto, lo que se resuelve mediante la gestión interrelacionada de los tres circuitos crediticios mencionados.

Por otra parte, el público dispone de un dinero mixto ya que se compone por la suma de los medios de pago creados por el banco central bajo la forma de billetes y moneda a través de las operaciones mencionadas anteriormente, mas los medios de pago creados por los bancos comerciales cuando generan depósitos a la vista. La variación de la masa monetaria en manos del público será el resultado conjunto que produzca el aumento o disminución de cada uno de estos dos componentes¹².

Finalmente, en este contexto analítico, el valor de la moneda nacional y en consecuencia el nivel de los precios

acabamos de realizar se ha complejizado notablemente por la multiplicación de medios de pagos de distinto tipo (tarjetas de crédito y débito, dinero electrónico, etc) En el caso de México, Banxico inició desde 1994 una reforma al sistema de pagos con que opera el país, cuyos detalles pueden verse en <<http://www.banxico.org.mx/SistPagos/FSistPagos.html>>. Actualmente está vigente la Ley del Sistema de Pagos publicada en el Diario Oficial de la Federación del 12 de diciembre de 2002.

¹³ Un corolario relevante de esta proposición es que la inflación no es sólo de carácter monetario como se asume en la teoría cuantitativa.

¹⁴ La intervención de Banxico en el mercado cambiario se ha venido

de monetarios que se forma con ella, será resultado de la articulación entre los precios macroeconómicos (tipo de cambio, tasa de redescuento bancario, tasa de redescuento del gobierno) que se resuelven en los tres circuitos de crédito público gestionados por el banco central¹³.

En contraste con esa perspectiva, el enfoque de control de la inflación fijado constitucionalmente como objetivo central de la gestión del Banxico desde 1994, se basa en la teoría cuantitativa del dinero, conforme a la cual el banco debe asegurar un valor estable de la moneda nacional, y en consecuencia generar un crecimiento estable en el nivel de precios. Para ello, el banco central debe proveer la cantidad de dinero que satisfaga la demanda de dinero estimada con relación a la dinámica prevista de las transacciones económicas y otros factores. Por tanto, para lograr los objetivos de inflación propuestos, un banco central deberá desarrollar sus políticas monetarias mediante el control de la cantidad de los medios de pago creados en el sistema de banca central. En el caso de Banxico, su experiencia le mostró que las condiciones del sistema de pagos le dificultaba aplicar controles directos sobre la cantidad de dinero creada en el sistema. Por tanto, el Banco adoptó una política de controles indirectos, enviando señales a los bancos comerciales respecto a los balances de los depósitos que éstos debían mantener en el Banco Central. Esta política se centra en la gestión de los Saldos Acumulados (SA) que los bancos comerciales tienen en el banco central, y es presentada como el corazón de la política monetaria desarrollada por el banco. Contestando críticas a la misma, Banxico argumenta correctamente que esta política no tiene carácter contractivo de la actividad económica ya que la gestión de los saldos acumulados no significa modificar la masa del circulante en poder del público, sino que busca la evolución estable de la base monetaria para cubrir los objetivos de inflación programada.

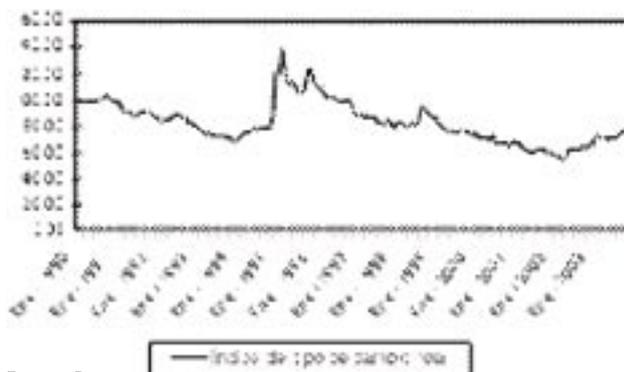
Sin embargo, considerando desde nuestra perspectiva analítica el conjunto de políticas desplegadas por el banco, encontramos que este argumento es equivocado, y que la política monetaria del Banco logra los objetivos de estabilidad de precios a costa de inducir la contracción de la actividad económica y de introducir factores de inestabilidad sistémica en la marcha de las relaciones monetarias en el país.

Vista de esta manera podemos argumentar que bajo las condiciones antes mencionadas, Banxico elaboró una estrategia monetaria basada en la gestión de los tres circuitos monetarios bajo su control, mencionados más arriba.

realizando a través de tres mecanismos, a partir de 1996, a saber: (1) el Mecanismo para la Acumulación de Reservas Internacionales (08/1996-

En el circuito del mercado de cambios, Banxico asume una política de libre flotación del tipo de cambio para que este se resuelva por oferta y demanda, al tiempo que se envían señales de estabilidad formando grandes reservas de monedas extranjeras. Junto con esto, Banxico diseñó mecanismos de intervenciones reguladoras en dicho mercado para gestionar posibles desequilibrios de corto plazo¹⁴. Bajo esa política, el mercado de cambios ha tenido una tendencia a generar un tipo de cambio sobrevaluado, debido a la amplia demanda de pesos generada con los significativos flujos de fondos externos, ya mencionados (Véase Gráfica 5).

Gráfica 5
Índice del tipo de cambio real
basado en precios al consumidor, y para 11 países



Fuente: Banxico.

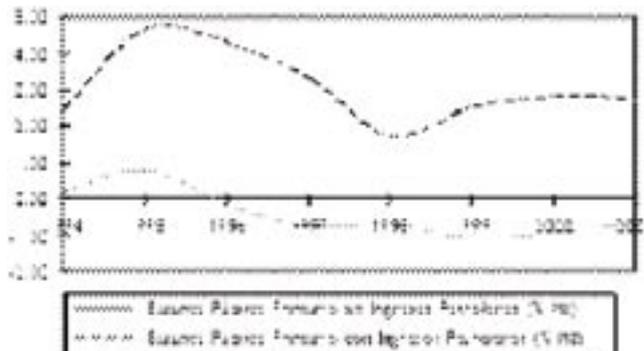
Por otro lado, Banxico gestiona el circuito de crédito monetario público al Gobierno asumiendo que como entidad autónoma no está obligado a monetizar automáticamente las letras de Tesorería que le envíe el gobierno para financiar sus gastos deficitarios. Esto implica asumir que el gobierno debe administrar su disciplina fiscal monetizando sus letras en los mercados de dinero.

Como puede verse en la Gráfica 6, desde 1996 el balance fiscal primario evoluciona a partir de una posición superavitaria hacia una deficitaria, pero esto parece estar bajo control gracias a los ingresos petroleros. Esto muestra un problema muy complejo para la economía mexicana que tiene sus orígenes en la falta de una reforma fiscal, pendiente durante los últimos treinta años.

06/2001); (2) el Mecanismo para la Venta de Dólares (02/1997-06/2001); y (3) el Mecanismo para Reducir el ritmo de Acumulación de Reservas Internacionales (de 05/2003 en adelante).

¹⁵ Banxico aplica esta estrategia como parte del paso a aplicar a partir de 1999 una modalidad particular de control de la inflación que es la de fijar objetivos inflacionarios anunciados como meta que se compromete

Gráfica 6
Balance público primario
(% del PIB)



Fuente: SHCP.

Con base en esas políticas respecto al tipo de cambio y al circuito fiscal, Banxico decidió que podía concentrar su política en la gestión del circuito de relaciones monetarias con los bancos comerciales, con el objetivo de controlar la expansión monetaria que pueden generar estos actores, a través de regular los saldos monetarios acumulados que tienen esos bancos en el banco central.

Sin embargo, como indicamos anteriormente, los flujos de fondos externos y la deuda pública contingente producen una tendencia endógena a la creación de dinero por parte del banco central, de forma que también debió desarrollar políticas para controlar estas fuerzas que impulsan endógenamente la expansión de la base monetaria. En la exposición de su política, Banxico destaca el manejo del circuito de relación con los bancos comerciales, sin mencionar el modo en que gestiona esa expansión endógena de moneda. En nuestro análisis consideramos que una interpretación de la política monetaria seguida por el Banco debe considerar esas distintas acciones, por lo que a continuación vemos primero las políticas orientadas al control de los Saldos Acumulados que tienen los bancos comerciales en el Banco Central y luego las que se orientan a gestionar los factores endógenos en la variación de la base monetaria.

a) La política para gestionar los Balances Acumulados de la banca comercial

Tradicionalmente, los bancos centrales regulan la creación de depósitos por parte de los bancos comerciales y a través de ello, el monto de dinero en manos del público, aplicando controles cuantitativos o tasas de redescuento a dichos bancos. Para ello, Banxico estima una demanda de dinero acorde a su análisis de la evolución de la economía, y considera que esa demanda puede observarse en los saldos acumulados de los bancos comerciales en las

cuentas del Banco Central¹⁵. Con esa base el Banco aplicó una política de señales orientada a regular dichos balances, en lo que coloquialmente se denomina como “cortos”. La idea central de esta política es que cuando la demanda de depósitos bancarios es mayor que la oferta de dinero primario, el balance neto de los bancos es deficitario. Por el contrario, cuando la oferta de dinero primario es mayor que la demanda de depósitos bancarios, el balance neto de los bancos comerciales es superavitario. Finalmente la situación está en equilibrio cuando oferta y demanda se igualan. En función de estas distintas posiciones los bancos negocian préstamos entre ellos en el mercado interbancario o con el Banco Central, saldando sus posiciones, en aras de obtener rendimientos o de solucionar sus necesidades de fondos. Estas operaciones financieras de los bancos pueden significar movimientos en las tasas de interés de corto plazo, lo que puede ser controlado por el Banco Central a través de las operaciones en el mercado de dinero, retirando o inyectando dinero a tasas de mercado. Banxico realiza una gestión indirecta de esos balance bancarios, estableciendo por adelantado el nivel que deberán tener los Saldos Acumulados de los bancos comerciales (SA) al final de un periodo temporal (inicialmente era de 28 días y ahora es de forma diaria). Con base en ello, Banxico fija una cierta tasa que debe ser pagada por parte de los bancos que tengan sobregiros con el Banco central. Hasta ahora esta tasa ha sido el doble de la tasa de mercado.

Para estos SA, Banxico puede desarrollar diversas estrategias.

Una puede ser la de lograr un objetivo de SA negativos (lo que coloquialmente se conoce como “cortos”). Para ello, Banxico muestra su intención de proveer, a través del mercado de dinero y a tasas de interés de mercado, sólo parte de los recursos que necesitan los bancos comerciales para cubrir sus saldos, y por lo tanto deja a los bancos con saldos negativos. Los bancos reciben los recursos para cubrir esa posición en la forma de sobregiros otorgados y autorizados por Banxico, pero para ello tendrán que pagar el doble de la tasa de mercado. Los bancos tienen la opción de cubrir estos sobregiros obteniendo los fondos en el interbancario a tasas de mercado. El efecto adelantado de este objetivo de SA negativo establecido por Banxico sería

a cumplir. En el periodo previo el control de la inflación se cumplía principalmente a través de un control de la masa monetaria como determinante directo para la dinámica del nivel de precios.

¹⁶ Véase, Martínez et. al., Consideraciones sobre la conclusión de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México, Banco de México, México, 2001.

el aumento en la tasa de interés.

En contraste, Banxico puede anunciar un objetivo de SA positivos (identificado como un “largo”). Este, indica que Banxico está dispuesto a ofrecer a los bancos, a través del mercado de dinero, una cantidad mayor de fondos a aquella requerida por el sistema, lo que forzaría a que algunos bancos terminen con balances superavitarios. Esto puede causar una caída en la tasa de interés, pues los bancos con superávit buscarán prestar los balances no deseados a tasas menores.

Por último, Banxico puede tener un objetivo de SA iguales a cero. Esto significará que desea satisfacer la demanda de dinero proveniente de los bancos a tasas de interés del mercado de dinero para que los bancos eviten sobregiros o superávit.

Conforme a la visión de Banxico, la utilización de los SA como un instrumento de su política monetaria indica que el Banco sigue una política de liquidez a través de una estrategia indirecta para modificar la cantidad de dinero mediante el manejo de la demanda de dinero por parte de los bancos comerciales. Este instrumento de los SA influenciaría la tasa de interés y la liquidez de los bancos comerciales, afectando a los mercados de crédito y de capitales mediante la determinación de ajustes en la tasa de interés del banco, el tipo de cambio, los rendimientos de las acciones y el volumen de créditos. En consecuencia, los otros actores económicos ajustarían sus decisiones de ahorro, de consumo y de inversión, ajuste que, a su vez, impacta en la formación de los salarios, el empleo, la producción y la inversión en los mercados de bienes y de factores¹⁶.

En suma, desde esta visión, la implementación de la política de saldos acumulados fue una respuesta razonable para cumplir con las responsabilidades del banco central, bajo las condiciones y dificultades económicas enfrentadas por el país luego de la crisis de 1995. Banxico arguye que mediante la utilización de la política de SA lograron un resultado razonable en la relación entre el objetivo de inflación determinado por el Banco y la inflación observada, como puede observarse en la Tabla 3.

Ahora, Banxico está tratando de establecer objetivos de largo plazo para la inflación así como de lograr una progresiva convergencia de su objetivo con la evolución del nivel precios de sus principales socios comerciales.

¹⁷ Para un análisis de esta evolución desfavorable del mercado interno así como de la inversión y el gasto público en el periodo de análisis. Puede verse Garrido C., El proceso de financiamiento en México luego de la

Tabla 3 Inflación estimada vs. inflación observada 1993-2003		
Año	Estimación (objetivo)	Observada
1993	n.d.	8 %**
1994	n.d.	7.1 %***
1995	Máx. 19 %**	51.97 %**
1996	Máx. 20.5% *	27.7 %**
1997	(+/-) 15 % *	15.7 %**
1998	Máx. 12 % *	18.6 %**
1999	Máx. 13 % *	12.32 %**
2000	Máx. 10 % *	8.96 %**
2001	Máx. 6.5 % *	4.4 %**
2002	Máx. 4.5 % *	5.7 %**
2003	3 % *	3.98 %**
(+/- 1 punto porcentual)		

Fuente: Banco de México:

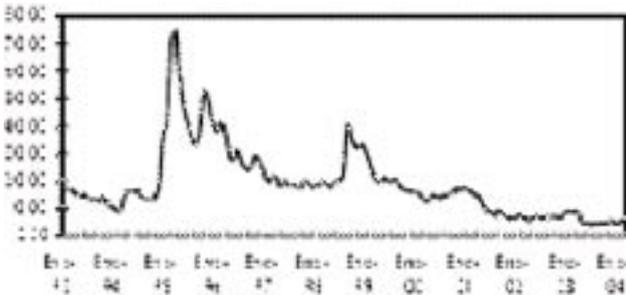
*: Informe sobre Política Monetaria.

** : Programa de Política Monetaria (Enero)

***: Informe Anual

También la tasa de interés tuvo una evolución consistente con la política de estabilización, tendiendo a la baja a lo largo del periodo de análisis, como puede verse en la Gráfica 7.

Gráfica 7
Cetes, 28 días.
Tasa promedio mensual, porcentaje anual



Fuente: Banxico.

b) Las políticas para el manejo de la base monetaria

Con base en lo señalado en el punto anterior, Banxico argumenta que su estrategia de política monetaria ha abandonado los controles cuantitativos directos, para centrarse en administrar las expectativas de inflación, mediante la política de SA. Sin embargo, este argumento omite considerara las políticas desarrolladas por el Banco para gestionar los dos grandes factores endógenos en la expansión de la cantidad de dinero mencionados mas arriba, los que planteaban un severo desafío al objetivo de lograr un crecimiento estable de la base monetaria. Estas políticas se centran en el manejo de los componentes de la base monetaria, y su análisis muestra los efectos contrastantes

sobre la marcha de la economía mexicana que provocan de conjunto las políticas monetarias de Banxico.

Para contextualizar este análisis señalemos que la política monetaria del Banco fijó objetivos cuantitativos para el crecimiento observado de la base monetaria, en lo que se ha tenido logros menos satisfactorios que en el caso de la tasa de inflación (Véase la Tabla 4).

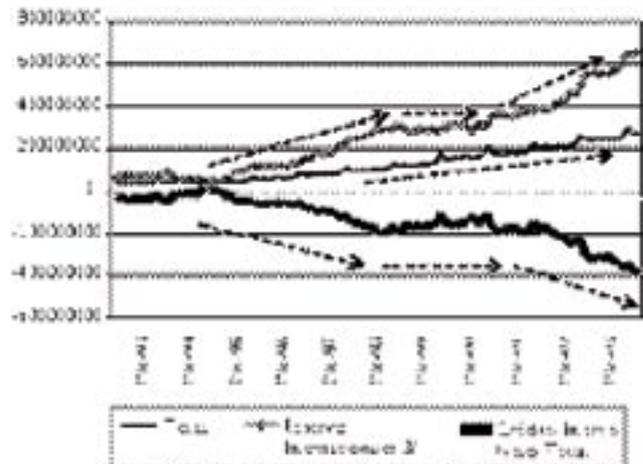
Tabla 4 Base monetaria meta de crecimiento vs crecimiento observado		
	Meta	Observado
1995	29.1	17.3
1996	28.6	25.7
1997	24.5	29.6
1998	22.5	20.8
1999	18.1	43.5
2000	9.1	10.7

Fuente: Martínez et. al., Op. cit.

Sin embargo, nuestro propósito no es cuestionar esos desequilibrios, sino analizar el manejo de los componentes de la base monetaria, a través del cual Banxico logró los resultados observados, cualquiera que sea la opinión que tengamos de ellos.

Como es sabido la base monetaria tiene dos componentes: las reservas internacionales de moneda externa y el crédito interno neto que crea el banco central. En la Gráfica 8, podemos observar, durante el periodo de análisis, tanto la evolución de la base monetaria como de sus dos componentes.

Gráfica 8
Base monetaria y sus componentes
(miles de pesos)



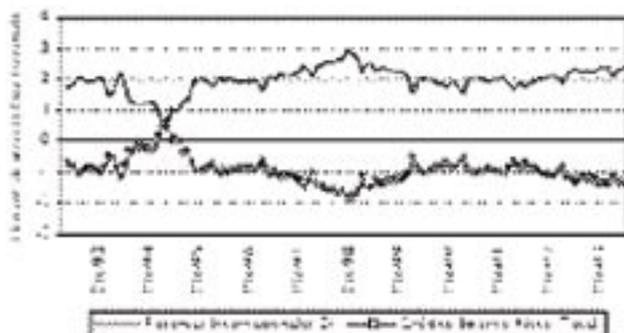
Fuente: Banxico.

Como puede verse, la base monetaria ha tenido un crecimiento relativamente estable, lo que fue resultado de comportamientos opuestos por parte de sus dos componentes. De una parte, hubo un aumento en las reservas de divisas, con una tendencia más rápida que la seguida por el crecimiento de la base monetaria, mientras que el crédito público interno tuvo una contracción sistemática y sostenida, en particular desde finales del 2000.

Esto ha generado una dinámica compleja entre ambos componentes de la base monetaria, así como una situación problemática en cuanto a la participación relativa de los mismos dentro de esta base, como puede observarse en la Gráfica 10.

Gráfica 10

Participación de los componentes en la base monetaria
(número de veces la base monetaria)



Fuente: Elaborado por el autor con base en Banxico.

Según esto, las reservas oscilan en torno a valores que representan el doble de la base monetaria, teniendo importantes fluctuaciones como las mostradas en la crisis internacional de 1998, cuando llegó a representar tres veces ese valor, y en la situación actual en la que es alrededor de 2.5 veces la base monetaria. En contraste, el crédito público interno neto ha estado contrayéndose en valores que oscilan alrededor de una vez la base monetaria, a pesar de que tiene picos extraordinarios cuando la destrucción llegó a equivaler el doble de esta base y con una evolución desde 2001 donde esa destrucción se incrementa hacia esos valores críticos.

Esta dinámica de la base monetaria debida a movimientos opuestos en sus componentes, tiene efectos muy importantes para la evolución de la economía nacional, y en particular del mercado interno. Ello porque si bien con la creación de grandes reservas se ofrecen señales positivas para la estabilidad del peso, esto se logra a costa de una contracción sistemática del crédito público interno, lo que

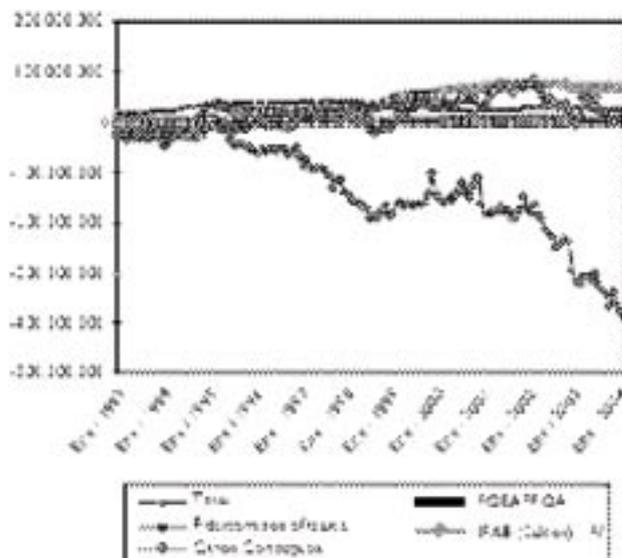
tiene efectos necesariamente contractivos en la actividad económica, en particular en el segmento del consumo doméstico y en el sector de producción de bienes no comerciables.

Sin embargo, esta contracción del crédito interno neto es el resultado agregado de distintas dinámicas en la expansión y contracción de dicho crédito, por lo debemos analizar esto en detalle para explicar los factores que las determinan.

Comenzamos con los factores que explican la expansión del crédito público neto, lo que se informa en la Gráfica 11, junto con la evolución seguida por el total del crédito público interno neto.

Gráfica 11

Crédito público interno neto-principales factores de creación de medios de pago
Saldos nominales (miles de pesos)



Fuente: Banxico.

Como puede observarse, en los factores que explican la expansión del crédito público interno resaltan de una parte los créditos monetarios otorgados por Banxico al FOBAPROA (y luego al IPAB). Esto refleja lo mencionado con anterioridad en el sentido del impacto monetario provocado por esos programas para el rescate bancario al generar obligaciones fiscales fuera del presupuesto, como el pagare FOBAPROA e IOAB, que deben ser cubiertos en alguna medida mediante la creación de medios de pago por parte de Banxico.

Por otro lado, el segundo gran factor de creación de medios de pago durante este periodo por parte de Banxico lo constituyeron los Fideicomisos Oficiales, aunque no

alcanzan los niveles del IPAB. Estos fideicomisos son, entre otros, aquellos creados para absorber las quiebras de programas de privatización así como otros factores generadores de deudas contingentes. Por último, encontramos, como factor de la expansión monetaria, el rubro de “Otros conceptos” que sugiere una variable de ajuste manejada por Banxico, en particular debido al comportamiento claramente asociado a condiciones de crisis y a la inestabilidad nacional e internacional, como las registradas entre 1998 y 2002.

En consecuencia, este análisis indica que lo mismo que ocurre con las reservas internacionales, en el crédito público existen factores que inducen endógenamente a su expansión, ya que el Banco Central está obligado a ofrecer el crédito requerido por ellos.

Analizamos ahora los factores de destrucción monetaria que operan en el crédito público interno negociado por Banxico, los que pueden verse en el Gráfico 12.

Aquí se presentan los tres principales factores que ex-



plican la destrucción del crédito público interno. En primer lugar, los depósitos y bonos de regulación monetaria usados para esterilizar la creación monetaria excesiva provocada por la entrada de fondos externos. Particularmente los bonos han tenido una evolución muy rápida hasta convertirse en el principal factor de contracción del crédito interno neto. Esto no tiene efectos económicos negativos ya que cumplen su función de evitar una expansión descontrolada

de la oferta monetaria por factores endógenos externos.

Un segundo factor de destrucción de medios de pago ha sido la reducción del crédito público otorgado por Banxico a los bancos comerciales, lo que ha tenido una evolución variable en el tiempo. Inmediatamente después de la crisis de 1995, los bancos comerciales recibieron importantes fondos por parte del Banco Central, por lo que en dicho periodo fueron parte de los factores de expansión monetaria. A partir de 1997 y hasta el 2000 varió la tendencia hacia la contracción de dicho crédito por parte del Banco Central, lo que fue continuado por una breve recuperación durante el 2001, y nuevamente por una fuerte contracción hasta el presente. De conjunto, esto ha tenido un impacto variable en la dinámica de la economía.

Por último, el tercer gran factor en la contracción de medios de pagos lo constituye la evolución negativa sistemática que ha seguido el crédito otorgado por Banxico al gobierno federal desde 1995. Esto se ha dado junto con la reducción hasta nivel de cero, en las cuentas de Valores de Gobierno en el Banco Central y de los depósitos de compañías públicas en las cuentas del crédito interno neto. Todo ello, aunado a una fuerte caída en la inversión y el gasto público, así como a una recaudación fiscal crónicamente problemática, hizo que las políticas de Banxico hacia el gobierno sumaran elementos para una dinámica recesiva en la economía interna, donde el gobierno ha sido históricamente un importante componente de la demanda¹⁷.

Tensiones y retos en las políticas monetarias de Banxico

El análisis de las políticas monetarias aplicadas por el Banco de México presentado en los puntos anteriores nos permite extraer algunas conclusiones preliminares, así como proponer sugerencias de política.

En primer lugar, podemos indicar que hay una coherencia implícita que vincula las políticas de balances acumulados y la gestión de los componentes de la base monetaria. Esta es la de que en ambos campos Banxico ha estado negociando la creación o destrucción de crédito público interno para los actores económicos, lo que desde nuestra perspectiva de análisis es característico en la administración de los

reforma de los noventa, UAM, México, 2004 (de próxima publicación).

medios de pago por parte de un Banco Central. De modo que bajo la retórica cuantitativa para la administración de la oferta monetaria, se ha estado aplicando, de forma pragmática y bajo circunstancias dadas, una gestión de los tres circuitos de crédito monetario que negocia el Banco central, con el propósito de contener la demanda y, de esta forma, lograr el objetivo de la estabilidad del valor de la moneda y en el nivel de precios, a costa de generar una situación de contracción crónica en el mercado interno.

De una parte esto resulta evidente en las políticas de saldos acumulados, cuando uno observa que con ellas el Banco introduce condiciones que encarecen la provisión de medios de pago a los bancos comerciales, tratando de romper la creación de los depósitos bancarios y, en consecuencia, el crédito otorgado por estos al público. De este modo, a pesar de que Banxico no retira moneda directamente de la circulación, con estas políticas aplica una estrategia de contención de la demanda, lo que puede interpretarse que provoca el efecto de contener la dinámica económica. Además, nuestro análisis respecto a la administración de la base monetaria y de sus componentes confirma que el centro de interés de la administración ha sido controlar el crédito público bajo las condiciones creadas por factores endógenos de expansión que fuerzan al Banco a dar crédito monetario a algunos de los actores participantes, lo que es compensado con la contracción del crédito que otorga al Estado y a las compañías públicas.

Esta evolución de la base monetaria gestionada por Banxico con su estrategia de política monetaria puede ser resumida utilizando una sencilla operación aritmética en la que se muestra dicha evolución como fruto de combinar la dinámica expansiva y contractiva del crédito público que el Banco Central otorga a los distintos actores económicos con los que se relaciona.

$$OBM = (\Delta RI + \Delta CIN_1) + (CIN_2)$$

en donde: OMB: Objetivo de la Base Monetaria; RI: Reservas Internacionales; CIN: Componente del crédito interno neto que aumenta endógenamente (principalmente aquellos explicados por la deuda pública contingente); CIN: Componente del crédito interno neto que es usado como variable de ajuste para lograr el OMB (es decir: contracción del crédito al gobierno, a las empresas públicas, y en distintos momentos a los bancos comerciales)

Conforme a lo analizado, la expansión monetaria es explicada por la entrada de fondos externos y por algunos componentes del crédito público interno que

expanden endógenamente la creación de medios de pago (Fobaproa- Ipb y Fideicomisos Oficiales), lo que es compensado por Banxico mediante la destrucción de otros componentes del crédito interno como los señalados, hasta lograr su objetivo cuantitativo en la evolución de la base monetaria.

¿Cuáles son las implicaciones de esta confirmación?

En primer lugar, se observa que esta política monetaria desarrollada con el objetivo de proveer la estabilidad en el valor de la moneda nacional y de buscar una potencial convergencia con los socios comerciales, particularmente con Estados Unidos, es el resultado de las relaciones entre las cadenas de crédito monetario gestionadas por Banxico, lo que la hace altamente inestable y tendiente a los desequilibrios ya que será resultado de las tensiones en cada uno de los circuitos financieros y en las relaciones entre ellos.

En el circuito bancario, la gestión indirecta de la tasa de interés a través del "corto" está sujeta a tensiones por los cambios posibles en la tasa de interés, de Estados Unidos, esperada por los analistas ante la dinámica de recuperación de dicha economía. Este aumento de las tasas presionará a los circuitos financieros locales intensificando la restricción del crédito bancario con la que ha operado el país durante la última década, y generará presiones inflacionarias debido al impacto en los costos financieros. Además, ese aumento de la tasa de interés podría crear desequilibrios en los balances de los agentes económicos que tienen fuerte endeudamiento, lo que provocará demandas de estos para renovar sus créditos. En este escenario, la estrategia de los saldos acumulados será confrontada con el dilema de articular el control actual de la liquidez con el control de la inflación en relación a las demandas que pueden surgir por el impacto de las variaciones de la tasa de interés.

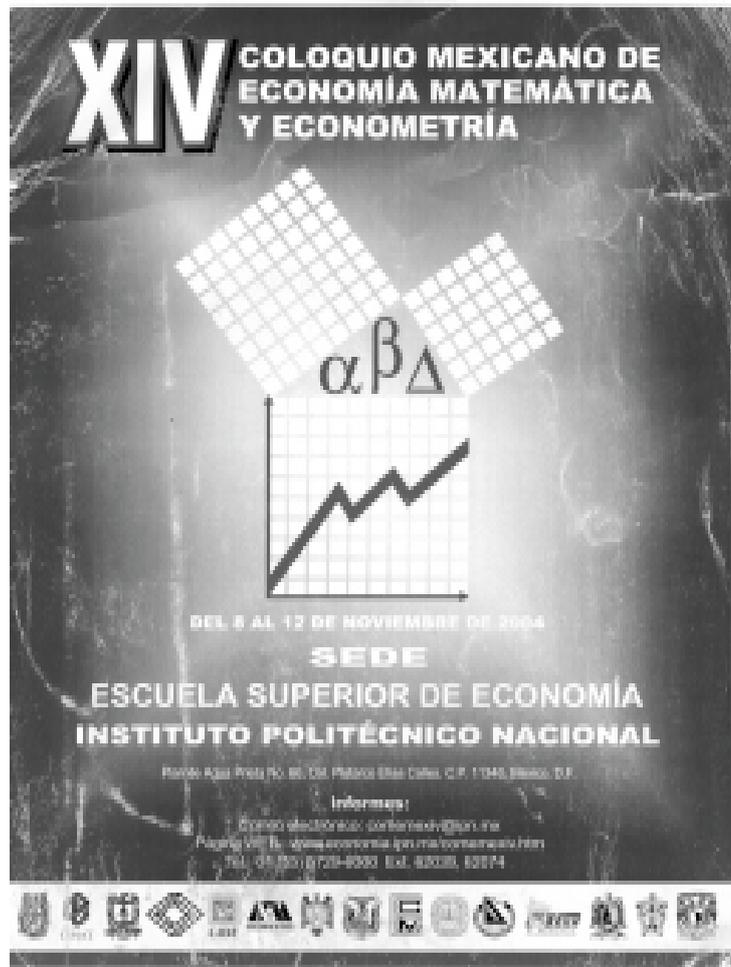
Por otro lado, en el circuito del crédito público al gobierno y sus entidades, resulta evidente que las fuerzas que promueven los desequilibrios son muy poderosas, dada la ausencia de una reforma fiscal progresiva, la falta de integración formal al presupuesto público de los pasivos contingentes y la perpetuación de la práctica de la creación de nueva deuda pública contingente. Al mismo tiempo, parece ser bastante limitado y no recomendable continuar con la actual política de contraer el crédito interno al gobierno y sus empresas como forma de administrar la evolución de la base monetaria, dados los extraordinariamente bajos niveles que ya tienen tanto el gasto como la inversión pública en el país, con los efectos recesivos en el mercado nacional ya mencionados.

Por otro lado, en el circuito de moneda externa, hemos

señalado la latente incertidumbre en los tipos de cambio y las dificultades para que una política de reservas sea útil para evitar la volatilidad del peso mexicano y mejorar su aceptación entre los inversionistas. De otra parte, la acumulación de reservas internacionales parece haber llegado a un límite difícil de sostener en el futuro, considerando la tendencia a la disminución de los flujos de fondos internacionales al país, por el debilitamiento de la inversión extranjera directa. En caso de consolidarse esta tendencia podría evidenciarse la vulnerabilidad sobre la cual se basa la fortaleza del peso mexicano, dado el déficit del balance comercial con el exterior y las crecientes obligaciones externas generadas con la importante deuda pública y privada. Todo esto ocurre en una atmósfera de fuerte competencia monetaria entre las grandes economías industriales, en especial entre el dólar y el euro, lo cual introduce un factor de incertidumbre en la relación monetaria de México con la economía internacional.

En suma, la relación entre los circuitos de crédito monetario que establece el Banco central con los bancos comerciales, con el mercado de cambios y con el gobierno genera múltiples canales de transmisión de los efectos y de los desequilibrios monetarios que el actual planteamiento de las políticas monetarias no parece reconocer. Consecuentemente, parecería que las tendencias a la convergencia y la política monetaria de México con sus socios del TLCAN están condicionadas por la manera en que las tensiones y los desequilibrios en cada uno de esos circuitos y en sus interrelaciones, son procesados para sostener la estabilidad de los precios en el país. Al respecto resulta de especial preocupación el hecho que frente a la recuperación de la economía de Estados Unidos, la economía mexicana no parece hallar una inserción dinámica en relación con la competencia de la economía China.

De nuestro análisis surge como sugerencia relevante la conveniencia de superar las tensiones creadas en la práctica de Banxico, al usar un discurso cuantitativo para racionalizar sus políticas, cuando en su práctica negocia en los distintos circuitos de crédito monetario que controla. En principio, nuestro estudio indicaría que si Banxico asume explícitamente una administración articulada de esos circuitos de crédito, generaría condiciones más favorables y sostenibles para el deseado objetivo de asegurar la esta-



bilidad en el valor de la moneda y de los precios al tiempo que contribuye positivamente a la dinámica de la economía nacional. Sin embargo, de acuerdo a su naturaleza y a lo que hemos indicado a lo largo de nuestro análisis, las relaciones financieras establecidas entre Banxico y los otros actores económicos en dichos circuitos representan tensiones entre los intereses de los participantes. Así, el cambio sugerido no representa un simple problema técnico financiero, sino la necesidad de una negociación de política del más alto nivel estratégico para redefinir el curso del desarrollo económico nacional, compatibilizando la dinámica de las relaciones internacionales con una evolución progresiva del mercado interno.