

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

LOS ÚLTIMOS 60 AÑOS DE POLÍTICA MONETARIA Y EL
PAPEL DEL BANCO DE MÉXICO.

Agustín Carstens Carstens.¹

RESUMEN.

Los últimos 60 años cubren diversos episodios en los que prevalecieron distintos regímenes monetarios en México. Durante los primeros 40 años que abarca el estudio (1954 a 1994), imperaron esquemas de tipo de cambio fijo o regímenes en los cuales se predeterminaba la paridad cambiaria. Se buscaba que el tipo de cambio funcionara como ancla nominal de la economía, lo que requería políticas fiscales y monetarias congruentes con el régimen cambiario imperante. No obstante, hubo periodos en los que el Banco Central enfrentó serias dificultades para mantener un entorno de estabilidad de precios. Dichos periodos coincidieron con el desarrollo de grandes

¹ Agustín Guillermo Carstens Carstens nació el 9 de junio de 1958 en la Ciudad de México. Cuenta con una maestría (1983) y un doctorado (1985) en Economía por la Universidad de Chicago (1985). Estudió la licenciatura en Economía en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), de donde se graduó con mención honorífica en 1982. El doctor Carstens inició su carrera en 1980 en el Banco de México, en donde ocupó diversos cargos en la división internacional del banco central, en la unidad de investigación económica y en la oficina del Gobernador. De 1999 a 2000 fungió como director ejecutivo en el Fondo Monetario Internacional (FMI), institución en la que representó los intereses de España, México, Centroamérica y Venezuela. El doctor Carstens fue subsecretario del ramo en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) de diciembre de 2000 a agosto de 2003, fecha en la que se incorporó al Fondo Monetario Internacional como subdirector gerente, en donde se hizo cargo de la relación del Fondo con aproximadamente 70 países miembros. El 1 de diciembre de 2006, el Presidente Calderón lo nombró secretario de Hacienda y Crédito Público, puesto que ocupó hasta el 9 de diciembre de 2009. Siendo secretario de Hacienda, el doctor Carstens se desempeñó también como presidente del Comité de Desarrollo del FMI y del Banco Mundial de marzo de 2007 a octubre 2009. El 9 de diciembre de 2009 fue propuesto por el Presidente Calderón como nuevo integrante de la Junta de Gobierno del Banco de México. Una vez ratificada dicha designación por el Senado de la República, el 28 de diciembre fue nombrado gobernador del Banco de México para el periodo del 1 de enero de 2010 al 31 de diciembre del 2015. Desde 2010 es miembro del Grupo Director (Steering Committee) del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés). El 10 de enero de 2011, el Consejo de Administración del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) eligió al doctor Carstens como nuevo integrante de dicho Consejo. A partir del 1 de julio de 2013 preside el Comité Económico Consultivo (Economic Consultative Council, ECC) y la Reunión de la Economía Mundial (Global Economy Meeting, GEM) del Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements, BIS), ambos encomendados de llevar a cabo las tareas de coordinación y cooperación entre bancos centrales en pro de la estabilidad monetaria y financiera global. El 20 de febrero de 2015 fue elegido por los miembros del Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI), el órgano rector de las políticas del Fondo Monetario Internacional (FMI), Presidente del Comité para un periodo de tres años, a partir del 23 de marzo de 2015.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

desbalances macroeconómicos que dieron lugar a presiones sobre la inflación y a crecientes déficits en cuenta corriente. Tales desbalances desembocaron en crisis de balanzas de pagos y en el colapso del régimen cambiario.

Posteriormente, a partir de la crisis financiera y bancaria de 1995 se adoptó un régimen de tipo de cambio flexible. Asimismo, era necesaria una nueva ancla nominal para la economía y la política monetaria, enfocada en la estabilidad de precios, habría de desempeñar dicha función. En un primer momento, en medio de la crisis de 1995 se establecieron objetivos intermedios para agregados monetarios. No obstante, conforme se avanzó en la estabilización de la economía y en el control de la inflación, se fue dando una transición hacia un esquema de objetivos de inflación. Dicho esquema, junto con políticas fiscales prudentes y un fortalecimiento de la regulación financiera, coadyuvó a avanzar en la creación de un entorno de estabilidad de precios. Un factor que hizo posible lo anterior fue el cambio en el marco institucional del Instituto Central, al cual en 1994 se le había otorgado autonomía y asignado como objetivo prioritario la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

A partir del análisis de la política monetaria durante los últimos 60 años en México es posible extraer algunas lecciones. Sobresale la importancia que para la política monetaria tienen: i) la elección del régimen cambiario, ii) la autonomía y mandato del Banco Central, iii) mantener una política fiscal sostenible, y iv) un sistema financiero sano.

En primer término, la elección del arreglo cambiario afecta el alcance y flexibilidad del resto de las políticas macroeconómicas. En principio, mientras menor sea la flexibilidad cambiaria mayor es la rigidez que se impone al resto de las políticas macroeconómicas, incluida la monetaria. Dada la rigidez que imponen regímenes de ese tipo, éstos se adoptaron como un mecanismo de compromiso que, en la medida en que fueran creíbles, podían constituirse en ancla nominal de la economía. No obstante, ante la formación de desbalances macroeconómicos, en diversas ocasiones resultó sumamente complicada la defensa de la paridad cambiaria, por lo que el régimen finalmente colapsaba.

En segundo término, el caso de México ilustra la importancia que la autonomía y un mandato de estabilidad de precios tienen para que la conducción de la política monetaria. En diversas ocasiones, las decisiones de política monetaria estuvieron fuertemente influenciadas por gobiernos que llevaron a cabo políticas fiscales expansivas que fueron, en parte, financiadas mediante emisión de dinero. Invariablemente el resultado final fue una inflación elevada y una importante pérdida de bienestar. En este sentido, puede afirmarse que la reforma constitucional que otorgó autonomía legal al Banco de México y asignó como objetivo prioritario la procuración de la estabilidad del poder

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

adquisitivo de la moneda nacional, ha sido una de las reformas estructurales más exitosas y de mayor trascendencia para la economía del país.

Finalmente, la experiencia de México muestra que las crisis financieras y bancarias tienen un costo de consideración sobre el bienestar de la población. La crisis financiera de 1995 se combinó con una crisis bancaria que requirió de programas de apoyo a la banca nacional, financiados con recursos fiscales. Dichos programas evitaron una corrida que hubiera significado el colapso del sistema bancario y una recesión de mayores proporciones. No obstante, el costo del rescate terminó siendo absorbido por los contribuyentes. Ello puso de manifiesto que para evitar crisis similares en el futuro era indispensable fortalecer la regulación y supervisión del sistema financiero.

INTRODUCCIÓN.

El presente capítulo analiza la evolución de la política monetaria del Banco de México a lo largo de los últimos 60 años. El periodo de análisis cubre diversos episodios en los que prevalecieron distintos regímenes monetarios. En términos generales, durante los primeros 40 años que abarca el estudio (1954 a 1994), imperaron esquemas de tipo de cambio fijo o regímenes en los cuales se predeterminaba la paridad cambiaria. Es decir, se buscaba que el tipo de cambio funcionara como ancla nominal de la economía y, en principio, la política monetaria tenía que ser congruente con el esquema cambiario vigente. Posteriormente, a partir de la crisis financiera y bancaria de 1995 se adoptó un régimen de tipo de cambio flexible y la política monetaria, enfocada en la estabilidad de precios, se convirtió en ancla nominal de la economía. Asimismo, se llevó a cabo un cambio importante en el marco institucional del Instituto Central, al cual en 1994 se le otorgó autonomía y se le asignó como objetivo prioritario la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Bajo estas condiciones, se comenzó a transitar hacia un esquema de objetivos de inflación. Dicho esquema, junto con la disciplina fiscal y el fortalecimiento de la regulación financiera, permitió avanzar en la creación de un entorno de inflación baja y estable en México.

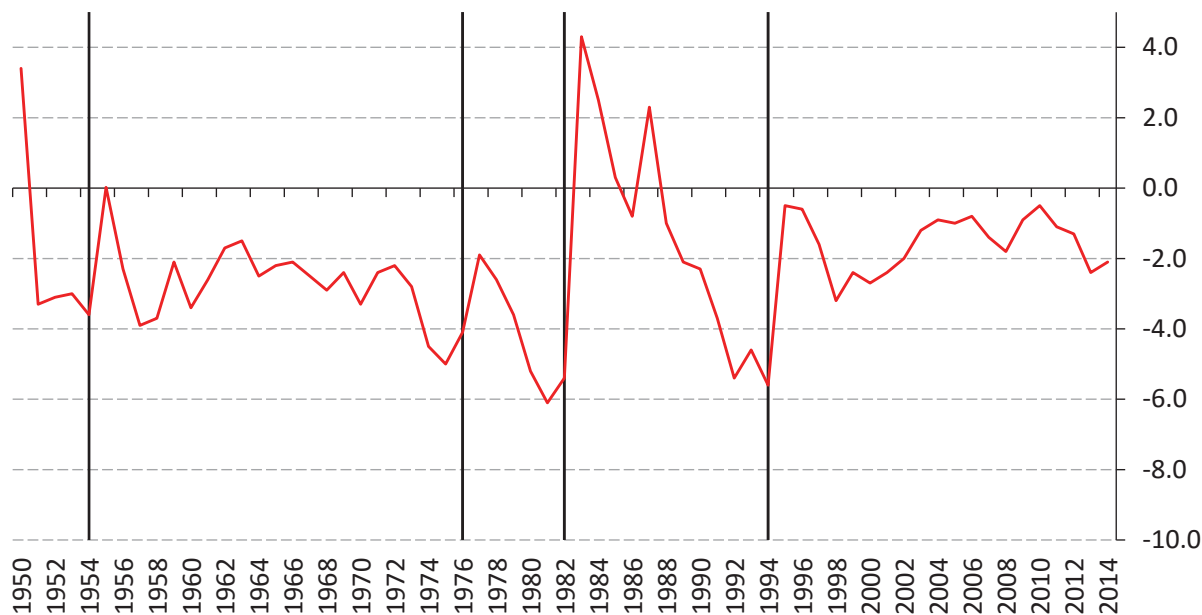
Este capítulo se estructura como sigue: La sección 1 analiza el periodo de 1954 a 1994 en el cual prevalecieron regímenes de tipo de cambio fijo o en los que se predeterminaba la paridad cambiaria. La sección 2 estudia el periodo de 1995 a 2014 en el cual se adoptó y mantuvo un régimen de flexibilidad cambiaria y la política monetaria funcionó como ancla nominal de la economía. La sección 3 extrae algunas lecciones a partir de la evolución de la política monetaria durante los últimos 60 años. En particular, destaca la importancia que para la política monetaria tienen: i) la elección del arreglo cambiario; ii) la autonomía y mandato del Banco Central; iii) mantener una política fiscal sostenible; y iv) un sistema financiero sano.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

1. TIPO DE CAMBIO COMO ANCLA NOMINAL DE LA ECONOMÍA (1954-1994).

A lo largo de estos años se procuró que el tipo de cambio funcionara como ancla nominal de la economía, lo que requería políticas fiscales y monetarias congruentes con el régimen cambiario imperante. No obstante, hubo periodos en los que el Banco Central enfrentó serias dificultades para mantener un entorno de inflación baja y estable. Dichos periodos coincidieron con el desarrollo de grandes desbalances macroeconómicos que dieron lugar a presiones sobre la inflación y a crecientes déficits en cuenta corriente (gráfica I). En algunas ocasiones dichos desbalances obedecieron a políticas fiscales expansivas, mientras que en otras ocasiones se atribuyeron al comportamiento del sector privado. En todos los casos desembocaron en crisis de balanzas de pagos y en el colapso del régimen cambiario. Para analizar lo anterior, el periodo de estudio se divide en tres sub-periodos: i) Devaluación de 1954 y desarrollo estabilizador; ii) crecimiento basado en políticas fiscales expansivas; y iii) crisis de la deuda externa y programas de estabilización.

GRÁFICA I



————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

1.1.DEVALUACIÓN DE 1954 Y DESARROLLO ESTABILIZADOR (1954-1970).

En términos generales, a lo largo del periodo conocido como desarrollo estabilizador, la economía mexicana experimentó una etapa de crecimiento económico con estabilidad de precios.² México, al igual que otros países de América Latina, siguió un modelo de crecimiento económico hacia adentro, promoviendo la industrialización del país a través de la sustitución de importaciones.³ Asimismo, imperó un régimen de tipo de cambio fijo. En ese contexto, la política macroeconómica estuvo orientada en mantener dicho arreglo cambiario. Así, la disciplina fiscal y monetaria implementada durante este periodo permitió que este régimen ganara credibilidad y que la paridad fija del peso mexicano frente al dólar funcionara como ancla nominal de la economía. Durante este lapso, ante la falta de un mercado desarrollado de valores, el encaje legal era el principal instrumento que el Banco de México utilizó para influir en el nivel de liquidez y crédito en la economía.

Durante estos años, en el plano internacional prevalecieron los acuerdos de Bretton Woods mediante los cuales las autoridades de los países fijaban su tipo de cambio respecto al dólar estadounidense mientras que el gobierno de los Estados Unidos establecía una paridad fija del dólar en relación con el oro. De esta manera, había un sistema de tipos de cambio fijo entre los países participantes en dichos acuerdos. No obstante, en aquellos casos en los que se presentaba un desbalance de carácter fundamental en las cuentas externas de un país, se permitía un ajuste en el tipo de cambio.

En este contexto, en abril de 1954 las autoridades de México implementaron una devaluación del peso respecto al dólar estadounidense. El tipo de cambio pasó de 8.65 pesos por dólar a una paridad de 12.50 pesos por dólar, nivel que prevaleció durante los siguientes 22 años. Durante los años previos a la devaluación, la guerra de Corea había propiciado una mayor demanda por productos nacionales por parte de los Estados Unidos. Se observó un aumento en las reservas internacionales y, a pesar de que las autoridades trataron de absorber liquidez de la economía, la oferta monetaria se expandió (Cárdenas, 2012). Bajo estas condiciones, la inflación aumentó y, tomando en consideración que ésta era mayor en México que en los Estados Unidos, la paridad fija del peso respecto al dólar resultó en una apreciación del tipo de cambio real. Al término de la guerra y dada la recesión en Estados Unidos, la demanda externa

² En términos generales, se considera que el Desarrollo Estabilizador corresponde al periodo de 1958 a 1970 (Ortiz Mena, 1998). Sin embargo, algunos autores consideran que los fundamentos de dicho esquema se sentaron en 1954 (Turrent, 2007a).

³ Para una descripción detallada de la estrategia de industrialización basada en la sustitución de importaciones ver Franko (2007).

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

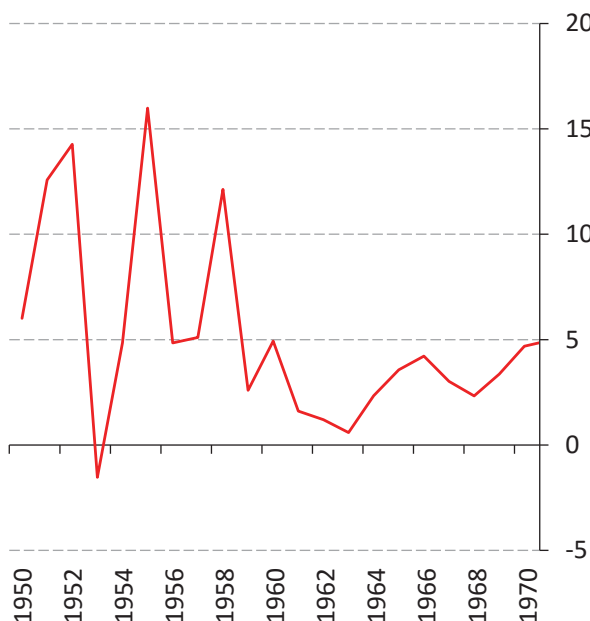
disminuyó. Ello, junto con la apreciación del tipo de cambio real, provocó que la cuenta corriente se tornara más deficitaria. En este entorno, se tomó la decisión de devaluar el peso.

Cabe mencionar que en aquella ocasión las autoridades decretaron la devaluación del peso a pesar de que el Banco de México aún disponía de reservas internacionales para defender el tipo de cambio. Asimismo, la paridad se ajustó de un nivel a otro sin que hubiera un periodo en el que se dejara flotar el tipo de cambio hasta que éste encontrara su nivel de equilibrio (Cárdenas, 2012). En el periodo posterior a la devaluación, se implementó una política monetaria prudente. En particular, la autoridad monetaria no acomodó pasivamente la mayor demanda de dinero asociada al ajuste en el tipo de cambio y al consecuente aumento en los precios de los bienes comerciables (Turrent, 2007).

Posteriormente, a lo largo del desarrollo estabilizador las autoridades se esforzaron por mantener finanzas públicas sanas. Ello, junto con un manejo prudente de la política monetaria, permitió que el régimen cambiario fuera consolidándose y adquiriendo credibilidad. En ese contexto, prevaleció una inflación moderada en los años 60 (gráfica II). El tipo de cambio fijo pudo sostenerse sin necesidad de que las autoridades recurrieran sistemáticamente al uso de las reservas internacionales para defender la paridad del peso frente al dólar. Si bien durante algunos años se registraron disminuciones en el nivel de las reservas internacionales, a lo largo de todo este periodo se observó una tendencia creciente de éstas (gráfica III). Cabe subrayar que, ante la acumulación de reservas internacionales, el Banco de México implementó medidas compensatorias procurando absorber liquidez de la economía para evitar que se generara un exceso de la misma que pudiera poner en riesgo el control de la inflación. Lo anterior se logró mediante ajustes en el encaje legal y la decisión del Gobierno de no recurrir a financiamiento inflacionario del Banco Central (Cavazos, 1976). Así, el tipo de cambio fijo finalmente logró constituirse como un ancla nominal creíble de la economía mexicana y ello se reflejó en niveles moderados de inflación.

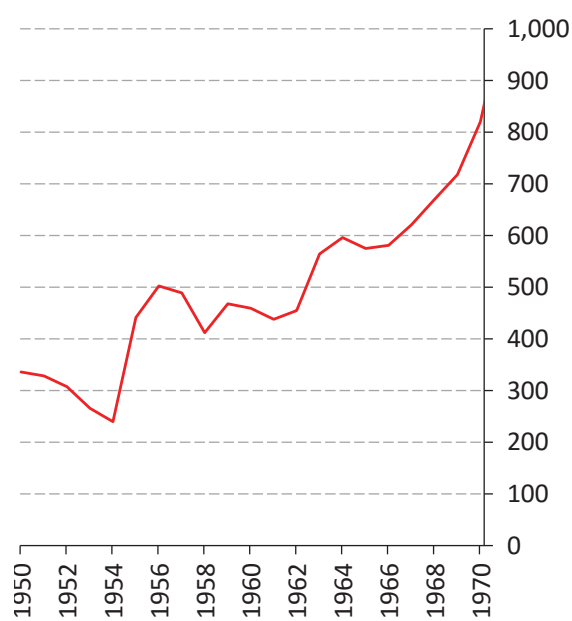
———— Tomo I ————
La Economía y las Finanzas Públicas

GRÁFICA II
INFLACIÓN GENERAL 1950-1970
VARIACIÓN % ANUAL.



Fuente: Banco de México e INEGI.

GRÁFICA III
RESERVAS INTERNACIONALES 1950-1970
MILLONES DE DÓLARES.



Fuente: Libro "Cincuenta años de Banca Central, Ensayos Conmemorativos 1925-1975", Fondo de Cultura Económica, 1976.

Es importante destacar que la estabilidad macroeconómica alcanzada durante este periodo se logró a pesar de que el Banco de México no contaba con autonomía legal en esos años. No obstante, algunas circunstancias se combinaron para que el Instituto Central pudiera funcionar sin interferencias. En primer término, el convencimiento entre las autoridades de la época sobre la importancia de la disciplina fiscal. Ello permitió que el funcionamiento del Banco Central no se viera afectado por el llamado fenómeno de la dominancia fiscal. En segundo término, también se ha mencionado la visión y voluntad de personajes clave dentro del Banco de México y de la Secretaría de Hacienda, quienes interpusieron su prestigio personal para que el Banco Central mantuviera una política monetaria enfocada en la estabilidad de precios (Turrent, 2007).

1.2. CRECIMIENTO BASADO EN POLÍTICAS FISCALES EXPANSIVAS (1970-1982).

Pese a que la economía mexicana había crecido a tasas de crecimiento elevadas y en un ambiente de inflación controlada, los limitantes de la estrategia de industrialización se hacían cada vez más evidentes (Márquez y Silva, 2014). Entre otras limitaciones, dicha

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

estrategia distorsionaba los precios relativos propiciando un sesgo anti-exportador en el aparato productivo nacional.⁴ Así, a finales del desarrollo estabilizador ya se observaba una moderación en el ritmo de crecimiento económico y un mayor déficit en cuenta corriente (Cárdenas, 2010). En el plano internacional, a principios de los años 70 México enfrentó un entorno externo complejo, caracterizado tanto por una recesión mundial que afectó a la economía nacional, como por el colapso del sistema de Bretton Woods en agosto de 1971. El Gobierno de Estados Unidos depreció el dólar y lo desvinculó del oro. Por su parte, las autoridades en México optaron por mantener la paridad fija del peso frente al dólar.

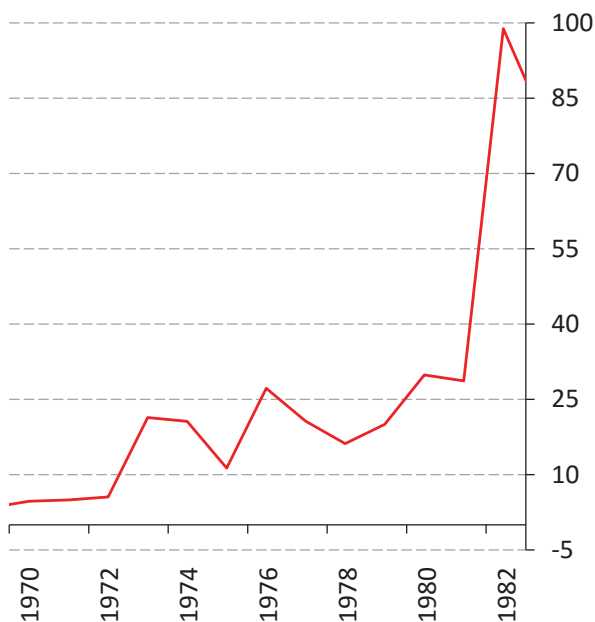
En este contexto, el Gobierno de México decidió implementar una política expansiva para estimular la economía y atender necesidades sociales que, a pesar del crecimiento económico que había registrado el país, se habían acumulado a lo largo del tiempo. El principal medio para llevar a cabo dicha política fue una expansión del gasto público financiada con recursos primarios del Banco Central y con un mayor endeudamiento externo. Cabe mencionar que Banco de México externó preocupación ante el creciente déficit fiscal, cuyo financiamiento requería de una mayor expansión monetaria. Por consiguiente, el Instituto Central procuró compensar lo anterior a través de aumentos en el encaje legal, que en esos años seguía siendo el principal instrumento a disposición del Banco Central para regular la liquidez en la economía (Cavazos, 1976). Sin embargo, esos esfuerzos resultaron insuficientes y Banco de México, que carecía de autonomía legal, siguió monetizando una gran parte del déficit público (Cárdenas, 1996).

A pesar de que la actividad económica repuntaba, la inflación se aceleró (gráfica IV). Asimismo, el tipo de cambio real se apreció y las cuentas externas arrojaron crecientes déficits en la cuenta corriente. En este escenario, se presentó una pérdida de confianza en la moneda nacional y, por consiguiente, se observaron salidas de capital. Como respuesta, las autoridades tuvieron que usar las reservas internacionales para tratar de preservar la paridad cambiaria. No obstante, dado el monto limitado de las reservas, dicha intervención no podía mantenerse indefinidamente (gráfica V). Después de 22 años de mantener una paridad fija, el peso se devaluó en septiembre de 1976, lo que provocó una inflación todavía mayor y efectos adversos sobre la actividad económica. En este entorno, se buscó restablecer la confianza mediante un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la implementación de un programa de estabilización basado en la disciplina fiscal y monetaria.

⁴Para una descripción detallada de las limitantes de la industrialización basada en la sustitución de importaciones, ver Márquez y Silva (2014) y Cárdenas (2010).

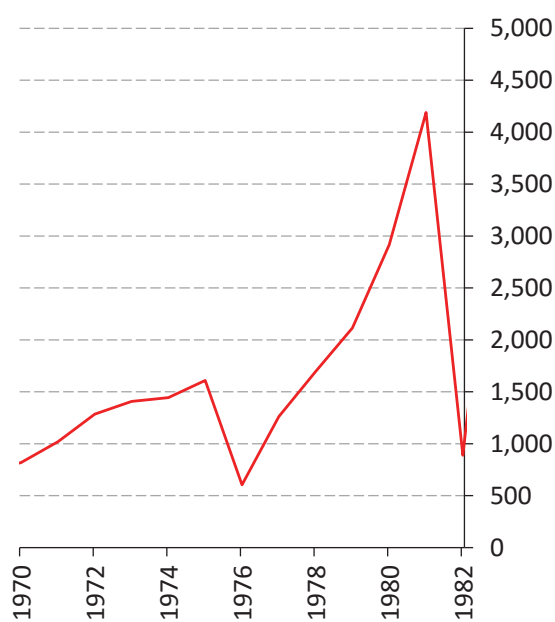
———— Tomo I ————
La Economía y las Finanzas Públicas

GRÁFICA IV
INFLACIÓN GENERAL 1970-1982
VARIACIÓN % ANUAL.



Fuente: Banco de México e INEGI.

GRÁFICA V
RESERVAS INTERNACIONALES 1970-1982
MILLONES DE DÓLARES.



Fuente: Los datos de los años 1970-1975 se obtuvieron del libro “Cincuenta años de Banca Central, Ensayos Conmemorativos 1925-1975”, Fondo de Cultura Económica, 1976. Datos posteriores a 1975 se obtuvieron de Messmacher Miguel y Werner Alejandro (2002)

Sin embargo, el descubrimiento de importantes yacimientos de petróleo a principios de 1978 provocó un cambio de rumbo en la política macroeconómica. Ante la perspectiva de precios elevados del petróleo, las autoridades adoptaron nuevamente políticas fiscales expansivas, financiadas con deuda del exterior y con emisión de dinero. La economía mexicana registró un periodo de auge económico, observándose tasas elevadas de crecimiento económico. Ante la euforia que despertó el “boom” petrolero, el sector privado también incurrió en un mayor gasto, por lo que la deuda de la banca y del sector privado también mostró un incremento de consideración (Cárdenas, 2010). Así, en un contexto en el que el tipo de cambio estaba predeterminado, se presentaron de nueva cuenta desbalances macroeconómicos, dando lugar a una mayor inflación (gráfica IV), a una apreciación real del peso y a un creciente déficit externo.

A principios de los años 80, la economía mexicana, al igual que el resto de las economías en desarrollo, enfrentó diversos choques: un aumento en las tasas de interés internacionales derivado de una política monetaria restrictiva en los Estados Unidos, un escenario de recesión en ese país y, principalmente, una importante disminución en los precios internacionales del petróleo. Ello generó dudas sobre la sostenibilidad

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

del déficit en cuenta corriente y de la paridad del peso frente al dólar, por lo que se observaron salidas de capital. En febrero de 1982 las autoridades decretaron una devaluación del peso. No obstante, también se anunciaron aumentos importantes a los salarios y, ante la ausencia de un ajuste fiscal, la desconfianza prevaleció y las salidas de capitales continuaron. Posteriormente, tras la reducción de las reservas internacionales, en agosto de ese año las autoridades del país anunciaron una moratoria al pago de la deuda externa (gráfica V). Días más tarde, el primero de septiembre se expropió la banca mexicana, al tiempo que se estableció un control generalizado de cambios. Cabe destacar que al momento de la expropiación, la banca se encontraba en una posición muy frágil. Entre otros factores, se había registrado una conversión de cuentas bancarias de pesos a dólares, por lo que la banca estaba expuesta al riesgo de devaluación.

De esta manera inició una crisis que habría de afectar considerablemente el bienestar de la población del país en aquel momento y en los años subsecuentes. Este periodo dejó ver que las políticas fiscales expansivas financiadas mediante emisión monetaria y/o endeudamiento externo, solamente impulsan de manera transitoria a la actividad económica. Dichas políticas generan desbalances macroeconómicos que se traducen en presiones inflacionarias y en un creciente déficit en cuenta corriente. Bajo estas condiciones un régimen de tipo de cambio fijo tiende a exacerbar dicho desequilibrio y la paridad cambiaria deja de funcionar como un ancla nominal creíble de la economía. En última instancia, las autoridades se veían obligadas a devaluar el tipo de cambio fijo. Ello, dada la desconfianza de los agentes económicos y la pérdida de credibilidad de las políticas macroeconómicas, intensificaba el fenómeno inflacionario.

1.3. CRISIS DE LA DEUDA Y PROGRAMAS DE ESTABILIZACIÓN (1982-1994).

A partir de 1982 las autoridades del país, incluido el Banco de México, enfrentaron múltiples desafíos. El pago de la deuda externa significó que el país transfiriera al exterior parte de ahorro interno, lo que limitó el crecimiento (Gavito y Reyes Pruneda, 1989). Era indispensable corregir el exceso de absorción doméstica sobre el producto y el consecuente déficit en cuenta corriente, así como hacer frente al problema de la deuda externa. En este contexto, se implementaron programas de ajuste que incluían aumentos en impuestos, menores subsidios y recortes del gasto público, así como disciplina monetaria. Adicionalmente, la paridad nominal se ajustaba de forma periódica buscando una depreciación del tipo de cambio real que favoreciera a las exportaciones netas (Edwards, 1989). Respecto a la negociación de la deuda externa, en una primera etapa se consiguió que la comunidad financiera internacional otorgara

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

recursos adicionales (Hernández-Trillo, 2003).⁵ Ello se llevó a cabo en el marco de acuerdos que las autoridades del país suscribieron con el FMI.

Como resultado del ajuste macroeconómico, la inflación mostró, inicialmente, una tendencia descendente aunque permaneciendo en niveles elevados. Sin embargo, la actividad económica continuó deprimida. México se vio afectado por los sismos de septiembre de 1985 y, tiempo después, por una caída en los precios del petróleo. En este escenario, los avances que se habían alcanzado en materia de ajuste macroeconómico se vieron comprometidos. Asimismo, la práctica de recurrir periódicamente a devaluaciones nominales para mantener un tipo de cambio depreciado contribuyó al repunte de la inflación. Además, la adopción de medidas de indización de precios y salarios coadyuvó a que la propia inflación tuviera un fuerte componente inercial.

La inflación alcanzó niveles de tres dígitos en 1987. En diciembre de ese año se lanzó el llamado Pacto de Solidaridad Económica (PSE) para controlar la inflación. A diferencia de los programas implementados en años previos, el PSE, además de incorporar elementos ortodoxos como ajustes fiscales y restricción monetaria, también tomaba en consideración elementos heterodoxos como controles de precios y salarios (Jarque y Téllez, 1993). Se adoptaron medidas para disminuir el componente inercial de la inflación. Por ejemplo, se decidió que los salarios se ajustaran considerando la inflación esperada y no la observada como hasta ese momento se había hecho. Asimismo, ante el elevado traspaso de movimientos cambiarios a la inflación, las autoridades buscaron usar el tipo de cambio como ancla nominal del programa anti-inflacionario. Al inicio del pacto se implementó un ajuste importante de la paridad cambiaria para posteriormente mantenerla constante en 1988. Todo lo anterior se llevó a cabo en un ambiente de concertación entre el gobierno, empresarios y trabajadores. Los resultados iniciales del PSE fueron notables ya que la inflación se redujo de manera significativa (gráfica VI). Cabe señalar que en esos años también se modificaron los instrumentos mediante los cuales el Banco Central influía sobre la liquidez en la economía. En particular, ante el desarrollo que había experimentado el mercado de valores gubernamentales, se sustituyó el encaje legal por operaciones de mercado abierto.

En adición a la reducción de la inflación, era clara la necesidad de reactivar la actividad económica después de varios años de estancamiento. Para ello se requerían de recursos del exterior y disminuir la carga que representaba la deuda externa. Así, en 1989 México reestructuró dicha deuda en el marco del llamado *Plan Brady* que partía de la consideración de que países como México enfrentaban un problema de solvencia

⁵La deuda privada se reestructuró con el apoyo del Fideicomiso de Cobertura de Riesgo Cambiario (FICORCA) y la participación del Banco de México en dicho proceso (Cárdenas, 2010).

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

y no uno de liquidez.⁶ Por consiguiente, el alivio de la deuda era parte fundamental de dicho plan. Aunado a lo anterior, se reconoció que para promover el crecimiento económico era indispensable un nuevo modelo de desarrollo que implicaba cambios estructurales. Así, se intensificaron las reformas que en materia de apertura comercial y desincorporación de entidades del sector público se habían iniciado a mediados de los 80.

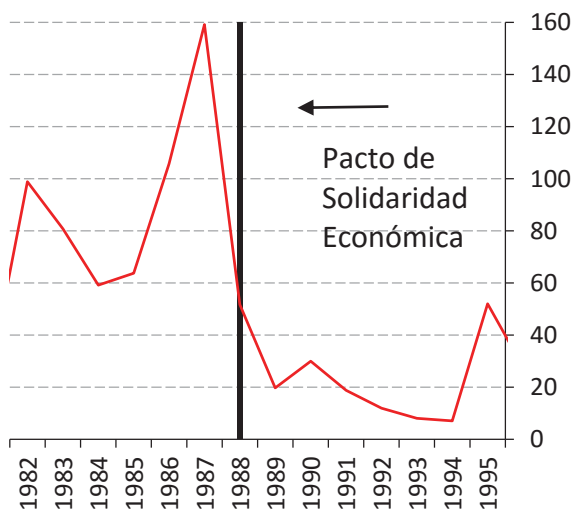
A principios de los años 90 se anunció la privatización de la banca y la decisión de negociar un tratado de libre comercio con los Estados Unidos. En este contexto, mejoró la percepción sobre la economía mexicana. Ello, junto con la liberalización financiera, contribuyó a un periodo de importantes entradas de capitales. Gran parte de éstas fueron inversiones de portafolio de corto plazo que propiciaron, principalmente, una expansión importante del consumo, lo que coadyuvó a un exceso de absorción doméstica sobre el producto y a un mayor déficit en cuenta corriente. La banca recientemente privatizada contribuyó a dicha expansión otorgando créditos. Cabe señalar que, en un contexto de una insuficiente regulación y supervisión financiera, los bancos no siempre llevaron a cabo una adecuada evaluación de riesgos. Respecto a la política cambiaria, a partir de 1991 se adoptó un régimen de bandas, estableciéndose un piso para el tipo de cambio así como un techo que se iba ajustando a lo largo del tiempo.

Durante 1994, la economía mexicana experimentó choques adversos externos e internos. Por una parte, aumentaron las tasas de interés internacionales. Por otra, diversos acontecimientos políticos internos minaron la confianza de los agentes económicos. Para hacer frente a las dudas sobre la sostenibilidad del régimen cambiario y a las salidas de capital, las autoridades emitieron títulos de deuda de corto plazo denominados en moneda extranjera (TESOBONOS). Así, los inversionistas sustituyeron sus tenencias de títulos de corto plazo denominados en pesos (CETES) por TESOBONOS. A pesar de estas medidas, la presión sobre el tipo de cambio continuó y el Banco de México, ante la reducción en las reservas internacionales, ya no estuvo en condiciones de defender la paridad cambiaria (gráfica VII). A finales del año, las autoridades se vieron forzadas a permitir la flotación del peso. La acumulación de desbalances macroeconómicos conducía de nuevo a una crisis de balanza de pagos. En esta ocasión dichos desbalances eran atribuibles, primordialmente, al comportamiento del sector privado. Cabe destacar que las hojas de balance de dicho sector, incluida la banca, mostraban descalces cambiarios importantes. Bajo estas condiciones, la devaluación cambiaria, la menor actividad económica y los riesgos que había tomado la banca, afectaron la solvencia de los bancos.

⁶El plan Brady se atribuye a Nicholas Brady quien fungió como Secretario del Tesoro de los Estados Unidos de septiembre de 1988 hasta enero de 1993.

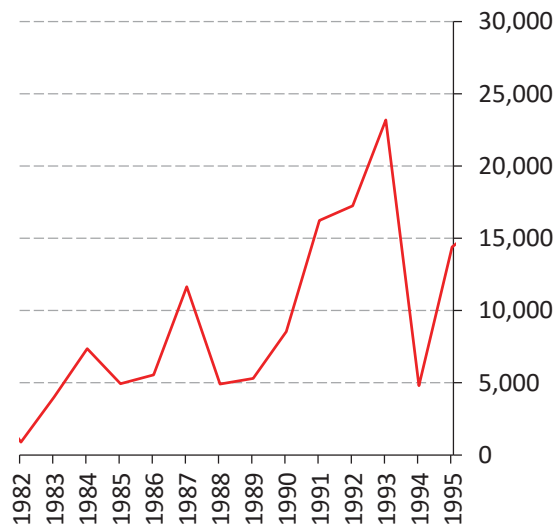
———— Tomo I ————
La Economía y las Finanzas Públicas

GRÁFICA VI
INFLACIÓN GENERAL 1982-1995
VARIACIÓN % ANUAL.



Fuente: Banco de México e INEGI.

GRÁFICA VII
RESERVAS INTERNACIONALES 1982-1995
MILLONES DE DÓLARES.



Fuente: Messmacher Miguel y Werner Alejandro (2002).

Finalmente, resulta paradójico que durante los años en los que se gestó y finalmente estalló una crisis financiera que, entre otros efectos, propició un aumento considerable en la inflación, se haya llevado a cabo una reforma de gran trascendencia para el funcionamiento del Banco Central y, en general, para la economía del país. En 1994 entró en vigor una reforma constitucional que otorgó autonomía legal al Banco de México y que estableció que éste tendría como objetivo prioritario la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. De acuerdo a la Ley ninguna autoridad puede obligar al Banco Central a otorgar financiamiento. Asimismo, la Junta de Gobierno del Instituto Central estaría integrada por un Gobernador y cuatro Subgobernadores, que serían nombrados de manera escalonada. Estos nombramientos corresponden al Presidente de la Republica pero requieren de la aprobación del Senado. Dicha reforma, como se analiza en las siguientes secciones, habría de ser fundamental para la política monetaria implementada en los últimos 20 años.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

2. POLÍTICA MONETARIA COMO ANCLA NOMINAL DE LA ECONOMÍA (1995-2014).

A partir de la crisis financiera de 1995, las autoridades se vieron forzadas a adoptar un régimen de tipo de cambio flexible. En aquel momento había dudas sobre la conveniencia de dicho arreglo cambiario para una economía pequeña y abierta. Se argumentaba que bajo un régimen de ese tipo habría una volatilidad excesiva. Por ello se pensó que dicho régimen sería transitorio. Sin embargo, con el paso del tiempo dichos temores resultaron infundados mientras que los beneficios de la flexibilidad cambiaria se hicieron cada vez más evidentes (Martínez, 2005). Así, dicho régimen se constituyó en parte fundamental del marco de conducción de la política macroeconómica. No obstante, era necesaria una nueva ancla nominal para la economía y la política monetaria habría de desempeñar dicha función. En un primer momento, en medio de la crisis de 1995 se establecieron objetivos intermedios para agregados monetarios. No obstante, conforme se avanzó en la estabilización de la economía y en el control de la inflación, se fue dando una transición hacia un esquema de objetivos de inflación. Dicho esquema, junto con políticas fiscales prudentes y un fortalecimiento de la regulación financiera, coadyuvó a avanzar en la creación de un entorno de estabilidad de precios. Para analizar lo anterior, el siguiente periodo de estudio se divide en dos sub-periodos: i) Crisis y transición hacia un esquema de objetivos de inflación; y iii) régimen de objetivos de inflación.

2.1 CRISIS Y TRANSICIÓN HACIA UN ESQUEMA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN (1995-2001).

Durante 1995, se implementaron diversas medidas para hacer frente a la crisis financiera. Primero, para corregir el exceso de absorción doméstica sobre el producto se llevó a cabo un importante ajuste fiscal. Segundo, para preservar la confianza de los inversionistas, el Gobierno de México negoció un paquete de ayuda financiera con la comunidad internacional, en el que participaron el Gobierno de Estados Unidos y el FMI. Tercero, para atender el problema de la banca se implementó un programa de rescate financiado con recursos fiscales.⁷

Para contener las presiones inflacionarias asociadas con la devaluación de la moneda nacional, era necesaria una nueva ancla nominal para la economía y la política monetaria habría de desempeñar esa función. A principios de 1995, se decidió establecer objetivos cuantitativos para agregados monetarios. Se argumentó que al

⁷ Para una descripción detallada de todos los programas que implementaron las autoridades y que formaron parte del rescate bancario ver Murillo (2005).

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

influir en la evolución de éstos, el Banco Central podía afectar las tasas de interés y, en última instancia, a la inflación. Así, se estableció como objetivo intermedio un límite a la tasa de crecimiento de la base monetaria. No obstante, esta estrategia resultó insuficiente para estabilizar las expectativas de inflación (Carstens y Werner, 1999). Entre otros factores debido a que durante periodos de crisis e inflación elevada, la velocidad del dinero es muy inestable. Por consiguiente, se modificó la estrategia de política monetaria. En adición a las metas cuantitativas para el crecimiento de la base monetaria, se agregó la posibilidad de modificar las tasas de interés en caso de que ello fuera necesario. Para llevar a cabo esto último, se estableció un objetivo sobre los saldos acumulados, a lo largo de un periodo de 28 días, en las cuentas corrientes que la banca comercial mantiene con el Banco Central. Asimismo, mediante el llamado “corto” el Instituto Central podía generar presiones al alza sobre la tasa de interés.⁸

Una respuesta de política congruente contribuyó a restablecer la confianza de los inversionistas, así como a estabilizar el tipo de cambio y las tasas de interés. No obstante, la actividad económica experimentó una contracción importante en 1995, pero en los años siguientes se recuperó. Por su parte, la inflación, que había aumentado de manera notable después de la devaluación, comenzó a mostrar una tendencia descendente. Un factor que contribuyó a los buenos resultados que arrojó la política monetaria fue que el Banco Central, en congruencia con su mandato constitucional, se enfocó en el control de la inflación. Un elemento que hizo posible lo anterior, fue la decisión de que la crisis bancaria se atendiera con recursos fiscales (Carstens y Werner, 1999). De esta forma, el Banco Central no se encontró en una disyuntiva entre combatir la inflación y atender los problemas de los bancos. Respecto a estos últimos, se evitó una corrida que hubiera provocado el colapso del sistema bancario. No obstante, el costo de los programas de apoyo a la banca, financiados con recursos fiscales, significó un costo importante para la población del país.⁹ Bajo estas circunstancias, resultó obvia la necesidad de fortalecer la regulación y supervisión del sector financiero, para evitar crisis similares en el futuro.

En los años posteriores a la crisis, los objetivos cuantitativos para agregados monetarios y la posibilidad de que el Banco Central modificara las tasas de interés mediante el “corto”, se mantuvieron como elementos de la estrategia de política monetaria. Asimismo, los temores de que la flexibilidad cambiaria conduciría a una

⁸Para una descripción detallada de este mecanismo consultar el documento “La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados” del Banco de México.

⁹En 1998 los pasivos del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) se convirtieron en deuda pública y, en ese momento, el costo fiscal del rescate se estimó en 19.3 por ciento del PIB (Hernández-Trillo y Villagómez, 2012). En ese mismo año, el FOBAPROA fue sustituido por el Instituto de Protección al Ahorro (IPAB).

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

volatilidad excesiva resultaron infundados, por lo que el régimen de libre flotación se preservó. En ese periodo inició una transición gradual hacia un régimen de objetivos de inflación (Turrent, 2007b). A partir de 1996 se plantearon objetivos de inflación anuales. Posteriormente, en 2000 se fijó una meta de inflación de 3 por ciento para 2003. Asimismo, se trazaron metas intermedias de inflación para 2001 (inflación no mayor a 6.5 por ciento) y para 2002 (inflación no mayor a 4.5 por ciento). Aunado a lo anterior, Banco de México comenzó a publicar el Informe Trimestral de Inflación en 2000. Asimismo, se argumentó que a lo largo del tiempo la correlación entre la base monetaria y la inflación se había tornado cada vez más inestable e impredecible (Banco de México, 2001). Bajo estas condiciones, se tomó la decisión de abandonar los objetivos de agregados monetarios y el Banco Central se enfocó exclusivamente en un objetivo explícito de inflación. Finalmente, el esquema de objetivos de inflación se adoptó oficialmente en 2001.

2.2. RÉGIMEN DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN (2001-2014).

En el programa monetario para 2001, Banco de México anunció de manera oficial que adoptaba un esquema de objetivos de inflación como marco de conducción de la política monetaria. Así, bajo este esquema Banco de México tomaría las decisiones de política monetaria a partir de un análisis detallado de todas las variables que inciden sobre el comportamiento de la inflación. En términos generales, dicho esquema tiene como principales características las siguientes:

- a) Reconocimiento de la estabilidad de precios como objetivo de la política monetaria.
- b) Autonomía del Banco Central.
- c) Régimen de tipo de cambio flexible.
- d) Anuncio de objetivos de inflación de largo plazo.
- e) Una estrategia de comunicación transparente y rendición de cuentas.

A pesar de que la adopción de este esquema se oficializó en 2001, varios de sus elementos ya estaban presentes antes de ese año. Como se mencionó, desde 1994 México cuenta con un Banco Central autónomo cuyo objetivo prioritario es la consecución de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Asimismo, a raíz de la crisis financiera de 1995, las autoridades del país habían adoptado un régimen de tipo de cambio flexible. Respecto a la definición de objetivos de inflación de largo plazo, en 2002 Banco de México estableció una meta permanente de inflación de 3 por ciento, definida en términos del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Asimismo,

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

tomando en consideración que la inflación en el corto plazo puede verse afectada por diversos factores que están fuera del alcance de la autoridad monetaria, se estableció un intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual en torno a la meta permanente de 3 por ciento.

Por su parte, la mayor transparencia y rendición de cuentas se logró mediante diversos vehículos de comunicación. En 2002 se definió un calendario para las decisiones de política monetaria. Así, éstas se dan a conocer en fechas preestablecidas, mediante comunicados que explican los argumentos que las sustentan. Además, como se mencionó, desde el año 2000 el Banco de México publica un Informe Trimestral que se presenta al público a través de una conferencia de prensa. El esfuerzo por mejorar la comunicación del Banco Central ha sido permanente y como muestra de ello a partir de 2011 se comenzaron a publicar las minutas de las decisiones de política monetaria, que contienen información más extensa sobre las condiciones y razones que llevaron a la Junta de Gobierno de Banco de México a tomar una decisión en particular. Finalmente, cabe destacar que en estos años también se modificó la instrumentación de la política monetaria. En 2003, el objetivo sobre las cuentas corrientes de la banca dejó de fijarse sobre los saldos acumulados y comenzó a determinarse sobre el saldo final diario. Posteriormente, ante los avances en materia de estabilidad macroeconómica y el mayor desarrollo de los mercados financieros, se consideró que establecer un objetivo operacional sobre las tasas de interés era un paso natural (Banco de México, 2007). De esta manera, en 2007 se anunció que la tasa de fondeo interbancario a un día sustituiría al “corto” como objetivo operacional de la política monetaria.

El esquema de objetivos de inflación se convirtió en un pilar fundamental del marco de conducción de la política macroeconómica en México. Dicho marco se complementó con disciplina fiscal y con un fortalecimiento de la regulación y supervisión financiera. El manejo responsable de la política fiscal por parte de las autoridades permitió eliminar los abultados desbalances fiscales que México había experimentado en el pasado. Ello, a su vez, contribuyó a que el país lograra niveles sostenibles de deuda pública. Asimismo, la estructura de la misma mejoró. La deuda denominada en moneda extranjera como porcentaje de la deuda total disminuyó, a la vez que el plazo de la misma aumentó, lo que redujo la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Por su parte, a raíz de la crisis financiera de 1995, se comenzaron a adoptar acciones encaminadas a fortalecer la regulación y supervisión del sector financiero. Entre otras medidas, se modificó el marco regulatorio para eliminar los grandes descalces cambiarios que habían tenido las hojas de balance de los bancos. Asimismo, se abrió el sector bancario a la participación de bancos extranjeros. Estos esfuerzos coadyuvaron a crear un sector bancario sano y bien capitalizado. Asimismo, los esfuerzos por mejorar la

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

regulación y supervisión financiera fueron continuos y se avanzó en la adopción de las mejores prácticas internacionales en esta materia. En este contexto, más recientemente se implementaron las disposiciones referentes a Basilea III y en 2011 se creó un Consejo de Estabilidad Financiera con la participación del Banco Central, entre otras autoridades.

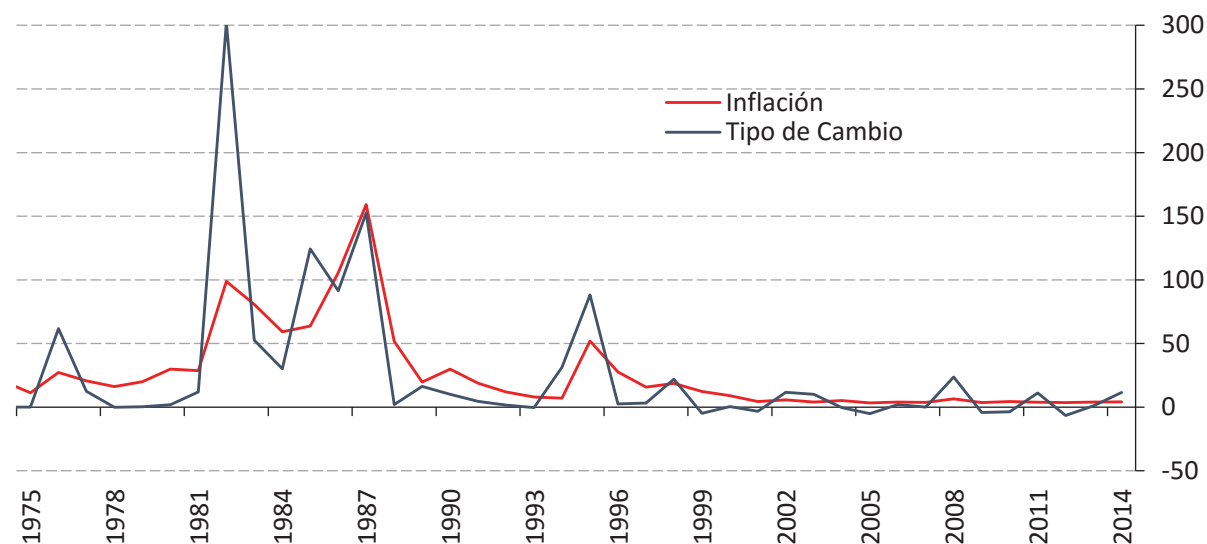
Durante estos años, este marco de conducción de la política macroeconómica permitió controlar la inflación y avanzar en la creación de un entorno estabilidad de precios en México. En este contexto, la inflación general, que en la década de 1980 llegó a alcanzar niveles de tres dígitos, disminuyó a niveles cercanos a 3 por ciento. Aunado a lo anterior, la inflación comenzó a fluctuar, de manera moderada, en torno a un nivel que es el más bajo desde que se calcula el INPC (Banco de México, 2010). Por consiguiente, la inflación en México pasó de ser un proceso sumamente volátil a uno más estable. Asimismo, la persistencia de la inflación también disminuyó (Chiquiar, 2007).

Así, ante estos resultados positivos aumentó la credibilidad en el compromiso del Banco de México con la estabilidad de precios. Por lo que la política monetaria, enfocada en procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, se constituyó como un ancla nominal creíble de la economía. Ello permitió el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos. Así, dichas expectativas comenzaron a mostrar un comportamiento congruente con un entorno de inflación baja y estable (García Verdú, 2012, Aguilar et al, 2014). En particular, el nivel de éstas comenzó a converger al objetivo de inflación establecido por la autoridad monetaria. Además, la dispersión de las mismas mostró una reducción como resultado de la mayor certidumbre prevaleciente en un ambiente de estabilidad de precios.

Cabe subrayar que lo anterior permitió un funcionamiento más eficiente del sistema de precios en la economía, lo que se reflejó, entre otras cosas, en una reducción importante del efecto traspaso de fluctuaciones del tipo de cambio sobre la inflación (Capistrán et. al., 2011) (gráfica VIII). Ello es sumamente relevante ya que, como se describió en secciones previas, los ajustes en el tipo de cambio nominal habían sido un factor que en diversos momentos había provocado aumentos importantes en la inflación.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

GRÁFICA VIII
INFLACIÓN GENERAL Y TIPO DE
CAMBIO VARIACIÓN % ANUAL.



Fuente: Banco de México e INEGI.

El avance en la creación de un entorno de inflación baja y estable ha sido notable. Ello a pesar de que la economía mexicana no ha estado exenta de choques adversos de consideración. Entre éstos sobresale la crisis financiera internacional, que si bien comenzó en 2007 en el mercado hipotecario de los Estados Unidos, rápidamente se extendió al resto de las economías y, a raíz del colapso del banco de inversión Lehman Brothers, se intensificó en septiembre de 2008. La mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y la menor actividad económica global afectaron a la economía nacional. Se registró un periodo de inestabilidad en el mercado cambiario y en los mercados financieros domésticos. Ante dicho escenario, el Gobierno Federal y el Banco de México implementaron una serie de medidas encaminadas a restablecer el funcionamiento ordenado de dichos mercados y, en consecuencia, a preservar la estabilidad financiera.¹⁰

Así, ante la mayor volatilidad del tipo de cambio y la menor liquidez en el mercado cambiario, las autoridades tomaron la decisión de usar parte de las reservas internacionales para intervenir, mediante diversos mecanismos, en dicho mercado.¹¹ Cabe señalar que dichas intervenciones no tuvieron como propósito defender un nivel predeterminado del tipo de cambio, sino que buscaban moderar la volatilidad

¹⁰Para una descripción detallada de las medidas instrumentadas para reestablecer el buen funcionamiento del mercado cambiario y de los mercados financieros domésticos ver el Informe sobre la Inflación de Banco de México. Julio-Septiembre 2008 y Sidaoui *et. al.* 2010.

¹¹ La política cambiaria está a cargo de la Comisión de Cambios integrada por la Secretaría de Hacienda y el Banco de México.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

prevaleciente en el mercado cambiario, así como proveer de liquidez al mismo. Esto último era necesario, entre otros factores, por una demanda extraordinaria de dólares que había surgido a raíz de la depreciación cambiaria. Dicha demanda provenía de algunas corporaciones mexicanas que tenían posiciones de riesgo en derivados financieros complejos. Tales intervenciones contribuyeron a estabilizar el mercado cambiario. Asimismo, las reservas internacionales se complementaron con el establecimiento de una línea de intercambio de divisas entre el Banco de México y la Reserva Federal de los Estados Unidos. Es pertinente señalar que en 2009 México contrató la Línea de Crédito Flexible (FCL) con el FMI por un monto inicial aproximado de 50,000 millones de dólares y que se amplió en 2011 a 70,000 millones de dólares, lo que ha coadyuvado a mejorar la confianza de los agentes económicos en la economía mexicana.

Respecto a la política macroeconómica, ésta también se ajustó en respuesta a la crisis financiera internacional.¹² En lo referente a la política fiscal, a medida que la crisis afectó a la economía nacional, el Gobierno Federal llevó a cabo esfuerzos importantes para atenuar el impacto de la crisis sobre la actividad económica y sobre el bienestar de la población. Entre estas medidas destacó una mayor inversión pública en infraestructura. No obstante, durante 2009 la recesión resultó más severa de lo que se había anticipado. Bajo estas condiciones, se observó una disminución en los ingresos del sector público, por lo que resultó necesario fortalecer la posición fiscal del país. Para ello, el Congreso aprobó una reforma fiscal para 2010.

En cuanto a la política monetaria, las perspectivas para la inflación empeoraron en los últimos meses de 2008 ante una depreciación significativa del tipo de cambio. Bajo estas condiciones, aunque el panorama para la actividad económica se había deteriorado, el Banco Central decidió mantener sin cambios la tasa de política. Ello en respuesta a una preocupación sobre presiones inflacionarias que pudieron haber afectado negativamente a las expectativas de inflación. No obstante, para entonces las autoridades monetarias en economías avanzadas, como los Estados Unidos, ya habían implementado recortes en sus tasas de política. Por consiguiente, la postura de política monetaria de México respecto a la de dichas economías se restringió. Posteriormente, a principios de 2009 la inflación que había repuntado retomó nuevamente una tendencia descendente, mientras que las perspectivas para la actividad económica empeoraron. Menores precios internacionales de los bienes primarios y una mayor holgura en la economía ayudaron a reducir las presiones inflacionarias. Bajo estas condiciones y tomando en consideración que las expectativas de inflación permanecían bien ancladas, el Banco de México inició un ciclo de relajamiento monetario, reduciendo la tasa de política de 8.5 por ciento en enero de 2009 a 4.5 por ciento en julio del mismo año.

¹² Para una descripción detallada de la respuesta de política macroeconómica ante la crisis financiera internacional ver Sidaoui *et. al.* 2010.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

En los años posteriores, la conducción de la política monetaria en México siguió enfrentando retos de consideración. Los bancos centrales en economías avanzadas, que habían reducido sus tasas de política a niveles cercanos a cero, recurrieron a acciones de política no convencionales con la finalidad de proveer un estímulo monetario adicional a sus economías. Entre dichas medidas destacaron los programas de compras de activos, así como la guía futura de tasas de interés (*Forward guidance*). Tales medidas contribuyeron a prevenir el colapso de los sistemas financieros y en algunos países, como los Estados Unidos, apoyaron la recuperación de la actividad económica. No obstante, dichas medidas también coadyuvaron a un periodo de entradas masivas de capital a economías emergentes como la de México. Entre otros efectos, propiciaron presiones hacia la apreciación de las monedas de los países receptores de dichos flujos. También propiciaron presiones importantes a la baja en las tasas de interés domésticas y una tendencia hacia mayores precios de los activos.

A partir de 2013, la discusión comenzó a girar en torno a la normalización de las condiciones monetarias en los Estados Unidos, por lo que el riesgo de una reversión en los flujos de capital pasó a ser la principal preocupación. La incertidumbre sobre el proceso de retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal ha contribuido a algunos episodios de inestabilidad financiera en la economía global que afectaron a prácticamente todas las economías, incluida la mexicana. Así, en la parte final del periodo que cubre este estudio, las autoridades del país, incluido el Banco de México, enfrentan retos importantes. No obstante, es importante destacar que actualmente México se encuentra en mejores condiciones para hacer frente a choques externos adversos que en el pasado. Los retos y desafíos son de consideración pero el Banco Central cuenta con un mayor margen de maniobra para conducir la política monetaria, habiendo la tasa de inflación convergido a la meta permanente de 3 por ciento desde inicios de 2015.

3. REFLEXIONES FINALES.

A partir del análisis sobre la conducción de la política monetaria y el papel del Banco Central durante los últimos 60 años en México, es posible extraer algunas lecciones. En particular, sobresale la importancia que para la política monetaria tienen: i) la elección del régimen cambiario, ii) la autonomía y mandato del Banco Central, iii) la imperiosa necesidad de mantener finanzas públicas sanas, y iv) un sistema financiero sano.

En primer término, la elección del régimen cambiario más apropiado para una economía ha sido un tema sumamente importante en el pasado y lo sigue siendo hoy en

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

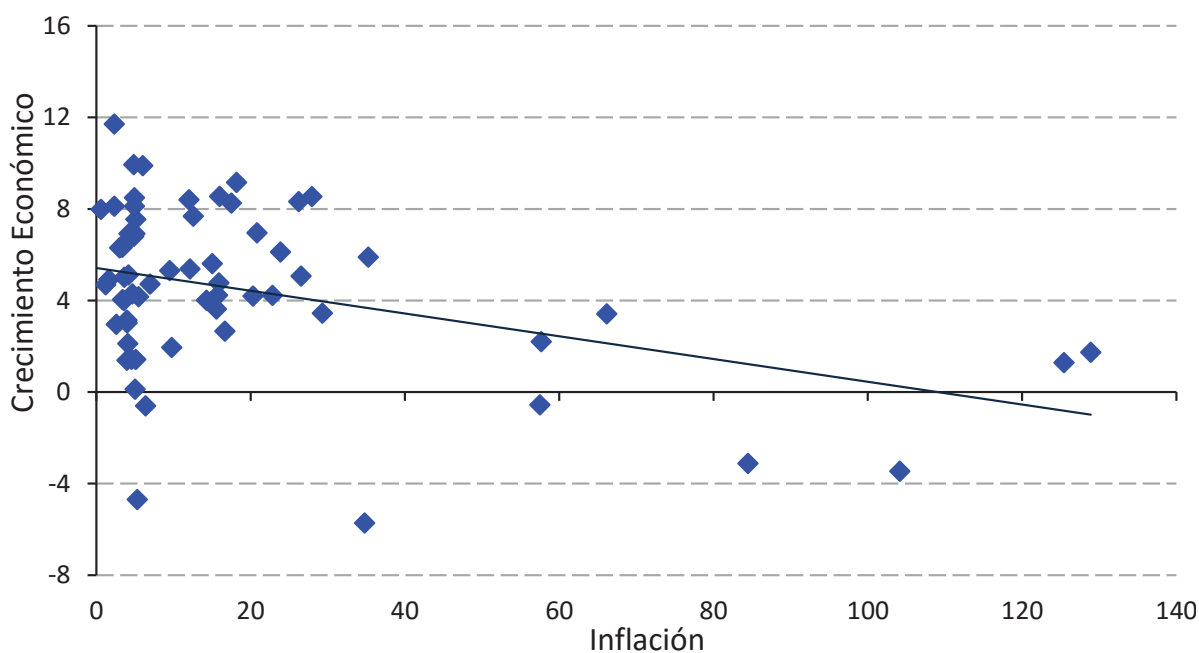
día. Durante los últimos 60 años, la economía mexicana transitó por diversos arreglos cambiarios desde un régimen de tipo de cambio fijo hasta uno de libre flotación como el vigente. La experiencia de México constata que la elección del arreglo cambiario afecta el alcance y flexibilidad del resto de las políticas macroeconómicas que las autoridades del país pueden implementar. En principio, puede afirmarse que mientras menor sea la flexibilidad cambiaria mayor es la rigidez que se impone al resto de las políticas macroeconómicas, incluida la política monetaria. Así, cuando se adoptó un régimen de tipo de cambio fijo se renunció a la posibilidad de implementar una política monetaria independiente, ya que esta tenía enfocarse en preservar el arreglo cambiario. Dada la rigidez que imponen regímenes de ese tipo, éstos se adoptaron como un mecanismo de compromiso que, en la medida en que fueran creíbles, permitían guiar las expectativas de inflación y, por consiguiente, constituirse en ancla nominal de la economía. No obstante, ante la formación de desbalances macroeconómicos, en diversas ocasiones resultó sumamente complicada la defensa de la paridad cambiaria, por lo que el régimen finalmente colapsaba. A partir de la crisis de 1995, México optó por la libre flotación de la moneda nacional y las autoridades enfrentaron el reto de constituir una nueva ancla nominal para la economía. La política monetaria enfocada en la estabilidad de precios cumplió dicha función y el país transitó de manera exitosa hacia un esquema de objetivos de inflación.

En segundo término, el caso de México ilustra la importancia que la autonomía y un mandato de estabilidad de precios tienen para que la conducción de la política monetaria. En diversas ocasiones, las decisiones de política monetaria estuvieron fuertemente influenciadas por gobiernos que llevaron a cabo políticas fiscales expansivas que fueron, en parte, financiadas mediante emisión de dinero. Invariablemente el resultado final fue una inflación elevada y una importante pérdida de bienestar para la población. Bajo estas circunstancias, se fue formando un consenso en torno a la idea de que sería conveniente que las decisiones de política monetaria se aislaran de presiones políticas de corto plazo, otorgándole autonomía al Banco Central y un objetivo de estabilidad de precios con un horizonte de largo plazo. Como se mencionó, a partir de 1994 el marco institucional de la política monetaria se reformó en ese sentido. La Ley establece que ninguna autoridad podrá obligar al Banco Central a otorgar financiamiento. Todo lo anterior sentó las bases para que la política monetaria de Banco de México, junto con políticas fiscales prudentes y una regulación adecuada del sector financiero, coadyuvara a la creación de un entorno de inflación baja y estable. Puede afirmarse que la reforma constitucional que otorgó autonomía legal al Banco de México y asignó como objetivo prioritario la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, ha sido posiblemente la reforma estructural más exitosa y de mayor trascendencia para la economía del país.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

Asimismo, el caso de México pone de manifiesto que, dados los costos de la inflación, la estabilidad de precios no es un objetivo que se contraponga al crecimiento económico y que el cumplimiento del llamado “mandato único” a favor de la estabilidad de precios es, en la práctica, la mejor y mayor contribución que el Banco Central puede hacer al crecimiento económico. Los episodios de inflación elevada en nuestro país coincidieron con periodos de bajo crecimiento y, en algunos casos, de contracción económica (gráfica IX). Ello obedeció a que los costos y distorsiones de la inflación tendían a intensificarse cuando ésta era elevada, afectándose negativamente el crecimiento económico. Asimismo, estos costos tendieron a moderarse a medida que se fue avanzado en la creación de un ambiente macroeconómico estable, generándose un entorno propicio para las actividades productivas. No obstante, también quedó claro que la estabilidad de precios no basta para lograr un crecimiento elevado y sostenido. Para esto último se requiere, además de estabilidad de precios, de una estructura de incentivos que impulse la productividad y competitividad de la economía.

GRÁFICA IX
MÉXICO: CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
1950-2014 VARIACIÓN % ANUAL.



Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional, Banco de México e INEGI.

También a lo largo de este ensayo queda claro que la estabilidad de precios no se puede lograr plenamente sin finanzas públicas sanas. En un extremo, cuando los abultados déficits fiscales fueron financiados con crédito del Banco Central, dando lugar a dominancia fiscal, los regímenes cambiarios colapsaban, llevando a altos costos en

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

términos de empleo, actividad económica y bienestar para toda la población. Pero también para un buen anclaje de las variables nominales de la economía, que lleve a la estabilidad de precios, en un entorno de tipos de cambio flexibles es indispensable que las finanzas públicas se mantengan sanas.

Finalmente, la experiencia de México muestra que las crisis financieras y bancarias tienen un costo considerable sobre el bienestar de la población. Como se mencionó, la formación de abultados desbalances macroeconómicos y financieros provocó, en diversas ocasiones, el colapso del régimen cambiario y el inicio de crisis de diversa índole. Por una parte, a principios de los años 80, la economía nacional tuvo que lidiar con la crisis de la deuda externa. La transferencia neta de recursos al exterior asociada con el pago de dicha deuda fue un lastre que afectó negativamente a la economía mexicana durante un periodo prolongado. El estancamiento económico y la pérdida en el poder adquisitivo de la moneda nacional significaron una reducción en los niveles de vida de la población. Por otra parte, la crisis financiera de 1995 se combinó con una crisis bancaria que requirió de programas de apoyo a la banca nacional, financiados con recursos fiscales. Dichos programas evitaron una corrida que hubiera significado el colapso del sistema bancario y una recesión de mayores proporciones. No obstante, el costo del rescate terminó siendo absorbido por los contribuyentes. Lo anterior puso de manifiesto que para evitar crisis similares en el futuro era indispensable fortalecer la regulación y supervisión del sistema financiero. Si bien se avanzó en dicha materia y se logró un sector bancario sano y bien capitalizado, los niveles de crédito a producto permanecieron en niveles inferiores a los observados en los años previos a la crisis de 1995. En este sentido, el reto es lograr una mayor contribución de la banca al crecimiento económico y que ello se alcance sin poner en riesgo la estabilidad financiera del país.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

BIBLIOGRAFÍA

- Aguilar, Ana María, Gabriel Cuadra, Claudia Ramírez y Daniel Sámano. (2014). “Anclaje de las expectativas de inflación ante choques de oferta adversos”. *Monetaria*. Volumen XXXVI. No 1.
- Banco de México. (2001). “Programa Monetario para 2001”.
- Banco de México. (2007). “Informe sobre la Inflación”. Julio-Septiembre.
- Banco de México. (2008). “Informe sobre la Inflación”. Julio-Septiembre.
- Banco de México (2010). “Informe sobre la Inflación”. Octubre-Diciembre.
- Cárdenas, Enrique. (2012). “La economía mexicana en el dilatado siglo XX, 1929-2009”, en *Historia mínima de la economía mexicana 1519-2010*. Editor: Sandra Kuntz Ficker. El Colegio de México.
- Cárdenas, Enrique. (1996). “La política económica en México”. Fondo de Cultura Económica.
- Carstens, Agustín y Alejandro Werner. (1999). “Mexico’s monetary policy framework under a floating exchange rate regime”. Banco de México. Documento de Investigación 9905.
- Capistrán, Carlos, Raúl Ibarra y Manuel Ramos-Francia (2011). “El traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios: un análisis para la economía mexicana”. Banco de México. Documento de Investigación 2011-12.
- Cavazos Lerma, Manuel. (1976). “Cincuenta años de política monetaria” en *Cincuenta años de Banca Central: ensayos conmemorativos*. Editor: Ernesto Fernández Hurtado. Fondo de Cultura Económica y Banco de México.
- Chiquiar, Daniel, Antonio Noriega, y Manuel Ramos-Francia (2007). “Un enfoque de series de tiempo para probar un cambio en persistencia de la inflación: la experiencia de México”. Banco de México. Documento de Investigación 2007-01.
- Edwards, Sebastián. (1989). “Structural adjustment policies in highly indebted countries”. En *Developing country debt and economic performance*. Editor: J. Sachs. National Bureau of Economic Research.
- Franko, Patrice. (2007). “The puzzle of Latin American economic development”. Rowman and Littlefield Publishers.
- García Verdú, Santiago. (2012). “Evolución de las expectativas de inflación en México”. Banco de México. Documento de Investigación 2012-06.
- Gavito, Javier y Pablo Reyes Pruneda. (1989). “Deuda externa y crecimiento económica”. IMEF.
- Hernández Trillo, Fausto. (2003). “La economía de la deuda”. Fondo de Cultura Económica.

————— Tomo I —————
La Economía y las Finanzas Públicas

- Hernández Trillo, Fausto y Alejandro Villagómez. (2012). “El enigmático sistema bancario mexicano contemporáneo”. Centro de Estudios Espinoza Yglesias.
- Jarque, Carlos y Luis Tellez. (1993). “El combate a la inflación”. Grijalbo.
- Márquez, Graciela y Sergio Silva Castañeda. (2014). “Auge y decadencia de un proyecto industrializador, 1945-1982”, en *Claves de la historia económica de México: desempeño de largo plazo (siglos XVI – XXI)*. Editor: Graciela Márquez. Fondo de Cultura Económica y Consejo Nacional para la Cultura y las Artes.
- Martínez, Lorenza (2005). “La política cambiaria y monetaria en México: lecciones de una década de flotación cambiaria”. ICE: Revista de Economía. No. 821.
- Messmacher Miguel y Werner Alejandro (2002). “La política monetaria en México: 1950-2000”. Gaceta de Economía, ITAM, No 7, Tomo 1.
- Murillo, José Antonio. (2005). “La banca después de la privatización. Auge, crisis y reordenamiento”, en *Cuando el Estado se Hizo Banquero*. Editor: Gustavo del Angel. Lecturas de El Trimestre Económico 96. Fondo de Cultura Económica.
- Ortiz Mena, Antonio. (1998). “El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época”. Fondo de Cultura Económica.
- Sidaoui, José, Manuel Ramos-Francia y Gabriel Cuadra. (2010). “The global financial crisis and policy response in Mexico” en *The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies*. BIS Papers. No 54.
- Turrent, Eduardo. (2007a). “Las tres etapas de la autonomía del Banco Central en México”. Banco de México. Documento de Investigación 2007-10.
- Turrent, Eduardo. (2007b). “El Banco de México en evolución: transición hacia el esquema de objetivos de inflación”. *Análisis Económico*, vol. XXII, núm. 50. Universidad Autónoma Metropolitana.