

## **REPORTE DE INVESTIGACIÓN**

**1. Nombre del profesor:** Josefina León León\*

**2. Número de proyecto registrado ante el Consejo Divisional:**

Este trabajo constituye un reporte de investigación del proyecto: “*Teoría y Política Monetaria: evaluación y perspectivas*” (registro No.932).

**3. Línea de Generación y/o Aplicación del Conocimiento:** Teoría y Política Monetaria.

**4. Área, Grupo de investigación:** Grupo de Macroeconomía Financiera.

**A) Título:** Continuidad de las políticas monetaria y cambiaria en la transición democrática de México.

### **B) Resumen**

El objetivo de este artículo es analizar la evolución de las políticas monetaria y cambiaria en México durante el período de 2000 a 2013, lapso en el que se ha implementado un esquema de metas de inflación acompañado de un régimen cambiario de flotación administrada. Se muestra que a pesar de la transición democrática asociada con el cambio a gobiernos panistas durante los sexenios de Vicente Fox y de Felipe Calderón, el objetivo prioritario de la política monetaria sigue siendo la estabilidad de los precios, dando continuidad a las políticas implementadas por los gobiernos priistas. Se encuentra que la dinámica de la globalización económica influye en las decisiones de política económica interna, lo que ha favorecido al sistema financiero, mientras que el margen de maniobra para aplicar políticas que incentiven el crecimiento se ve limitado.

---

\* Profesores del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Azcapotzalco, Grupo de Investigación Macroeconomía Financiera, e-mail: [jlw@correo.azc.uam.mx](mailto:jlw@correo.azc.uam.mx), [delarosa@correo.azc.uam.mx](mailto:delarosa@correo.azc.uam.mx), [llmj@correo.azc.uam.mx](mailto:llmj@correo.azc.uam.mx),

### **C) Introducción**

En el último cuarto del siglo XX las ideas económicas en relación a si el gobierno debe o no intervenir en la economía cambian de manera radical, la estanflación económica de los setenta significó el rompimiento del consenso keynesiano y el surgimiento de nuevas corrientes en el terreno de la teoría macroeconómica. Las ideas de la síntesis neoclásica, que justifican la intervención del Estado en la economía, van a ser sustituidas por la filosofía del neoliberalismo económico, en el que las fuerzas del mercado se encargan de corregir de manera automática los desequilibrios.

Después del golpe de Estado al gobierno de Salvador Allende en 1973, en Chile se empiezan a aplicar las ideas monetaristas bajo la dictadura militar de Augusto Pinochet. Posteriormente, a finales de la década de los setenta y principios de los ochenta, Ronald Reagan en Estados Unidos y Margaret Thatcher en Inglaterra se van a encargar de impulsar el paradigma neoliberal inspirado tanto en el Monetarismo como en la Nueva Economía Clásica. La crisis de la deuda externa de 1982, que afectó sobre todo a los países en vías de desarrollo, asociada con la caída del Muro de Berlín en 1989, fueron dos acontecimientos históricos que influyen en la construcción de una nueva fase del capitalismo: la globalización económica, en la que la desregulación de los mercados, la liberalización y la privatización, se convierten en los pilares básicos del nuevo modelo<sup>1</sup>.

El consenso de Washington, término acuñado por J. Williamson en 1989, resume los lineamientos de política económica que deben de seguir los países en vías de desarrollo, sobre todo aquellos que como México habían sido afectados por una profunda crisis económica. La fe en las bondades del mercado se extiende a tal grado que incluso uno de los países que se dice comunista, la República Popular China, se considera ahora como una economía socialista de mercado.

La promesa de la globalización económica era que si los países aplicaban las políticas neoliberales obtendrían crecimiento económico con estabilidad de precios. Para ello tendrían que estar dispuestos a pagar los

---

<sup>1</sup> Para autores como Larraín y Sachs (2013) la globalización es un proceso de al menos cuatro componentes fundamentales: aumento del comercio internacional, incremento de los flujos financieros internacionales, mayor internacionalización de los procesos productivos y un avance hacia la armonización de las instituciones económicas nacionales, ver capítulo 20.

costos de corto plazo asociados a las políticas de estabilización, dado que una reducción de la inflación se traduce en una caída tanto de la actividad económica como de los niveles de empleo, pero posteriormente el ajuste paulatino de los precios se iba a encargar de corregir el desequilibrio de los mercados hasta que en el largo plazo tanto el nivel de actividad económica como de empleo se ajustarían a sus niveles “naturales”.

Sin embargo, el funcionamiento de las economías capitalistas pronto dio muestras de debilidad y las crisis no se hicieron esperar: la crisis de México en 1994-1995, a la que le sigue la crisis asiática de 1997-1998 (en que se vieron involucrados países como Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Filipinas y Malasia), las crisis de Rusia y Brasil en 1998-1999, el colapso de Argentina a fines de 2001 y finalmente la crisis financiera mundial de 2008-2009, cuyo epicentro tuvo su origen en la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos en agosto de 2007 y posteriormente se convierte en un tsunami que sacude a los mercados financieros mundiales.

La crisis financiera mundial afecta tanto a los mercados financieros como al sector real de los países a través de los distintos canales de transmisión. El primer impacto de la crisis se da a través de los mercados financieros, influyendo en variables como el Índice de Precios y Cotizaciones de las bolsas de valores, los niveles de los tipos de cambio y las tasas de interés. Asimismo, hay una reducción importante en el producto interno bruto (PIB) que afecta sobre todo a los países desarrollados; la tasa de crecimiento del PIB real en las economías avanzadas en 2008 fue de 0.5 por ciento y en 2009 observa un decrecimiento de -3.2 por ciento, mientras que las economías emergentes y los países en desarrollo observaron una tasa de crecimiento de 6.1 por ciento en 2008 y 2.4 por ciento en 2009<sup>2</sup>. La caída en la actividad económica mundial se asocia con los menores niveles de comercio exterior e inversión extranjera, lo que impactó negativamente a la inversión productiva y al empleo, reduciendo la capacidad de compra de los trabajadores. Adicionalmente, a lo anterior se suma el movimiento observado por los precios de las materias primas y de

---

<sup>2</sup> Ver Informe Anual 2009, Banco de México, p. 14.

productos como el petróleo, que durante el año de 2008 observaron una fuerte inestabilidad<sup>3</sup>, agravando aún más el deterioro económico de los países.

El objetivo de este artículo es analizar la evolución de las políticas monetaria y cambiaria en México durante el período de 2000 a 2013, lapso en el que se ha implementado un esquema de metas de inflación acompañado de un régimen cambiario de flotación administrada. Se muestra que a pesar de la transición democrática asociada con el cambio a gobiernos panistas durante los sexenios de Vicente Fox (2001-2006) y de Felipe Calderón (2007-2012), el objetivo prioritario de la política monetaria sigue siendo la estabilidad de los precios, dando continuidad a las políticas implementadas por los gobiernos priistas.

El artículo está integrado por cuatro apartados, en el primero de ellos se explica de manera breve como durante la década de los setenta se empiezan a desarrollar diferentes regímenes cambiarios a raíz del rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods en 1971, que constituían un régimen de tipo de cambio fijo. Posteriormente se analiza de manera resumida el funcionamiento del mercado cambiario en México y se plantea la teoría de la paridad del poder de compra para explicar la relación entre el tipo de cambio y la inflación. En la segunda parte se expone la regla de tasa de interés real propuesta por Romer (2000), ya que consideramos que puede servir como marco de referencia para comprender mejor la lógica de la política monetaria, también se plantea la teoría del arbitraje internacional (descubierto) de tasas de interés para subrayar la relación entre los mercados de dinero y cambiario.

En la tercera parte se analiza la evolución de la política monetaria y cambiaria durante el período de estudio, haciendo énfasis en las medidas adoptadas por las autoridades monetarias para hacer frente a la crisis financiera mundial, la cual continúa en la actualidad. Finalmente, en la última sección se presentan las conclusiones del estudio.

---

<sup>3</sup> El índice más general de precios de materias primas (combustibles más no combustibles) del FMI, alcanzó en julio de 2008 un máximo de 218 (en 2005 era de 100), cayó a su nivel más bajo en diciembre, cuando fue de 98 y en enero de 2009 se recuperó a un nivel de 102, aunque cayó de nuevo a 100 en marzo. Ver Skidelsky (2009), p.31.

## D) Desarrollo

### 1. Sistemas cambiarios y política monetaria

El sistema financiero es el conjunto de instituciones, operaciones y regulaciones que se involucran en el proceso de contactar oferentes y demandantes de recursos en una economía. Los mercados financieros se clasifican en cinco tipos, según los activos que se manejan en cada uno de ellos: el mercado de dinero, el mercado de capitales, el mercado de derivados, el mercado de divisas y el mercado de metales<sup>4</sup>. Las actividades de carácter especulativo son parte de la naturaleza inherente de estos mercados, especialmente en lo que se refiere a los activos de renta variable. Como el sistema financiero es muy sensible al movimiento internacional de capitales, su velocidad de ajuste ante situaciones de crisis es muy alta y se refleja en la inestabilidad financiera asociada al movimiento en el precio relativo de los distintos activos financieros.

Del sistema financiero lo que nos interesa subrayar es el funcionamiento de los mercados de dinero y cambiario; veremos que existe una relación muy importante entre ambos mercados asociada con el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el cual incluye diferentes canales, en la literatura económica normalmente se abordan cuatro<sup>5</sup>: a) el canal de la tasa de interés, b) el canal del tipo de cambio, c) el canal de precios de otros activos y d) el canal del crédito; pero también se puede agregar el canal de las expectativas<sup>6</sup>.

Antes de hacer énfasis en el diseño de las políticas monetaria y cambiaria creemos que es importante recordar un poco de historia en relación a los regímenes cambiarios. Bajo los acuerdos monetarios de Bretton Woods, que estuvieron vigentes de 1944 a 1971, la mayoría de los países del mundo occidental establecían el valor de su moneda en relación al dólar

---

<sup>4</sup> En el mercado de dinero se manejan los instrumentos de corto plazo (menor a un año), de renta fija y de alta liquidez. En el mercado de capitales se cotizan las acciones y los bonos que son instrumentos de renta variable y fija, pero con un horizonte de inversión de largo plazo. En el mercado de derivados se operan contratos conocidos como futuros, *forwards*, opciones y *swaps*, éstos están relacionados a un activo primario o bien subyacente, que puede ser una acción, un bono, un índice o los *commodities* (bienes genéricos), tales como el trigo, maíz, petróleo, etc. Éstos son ampliamente utilizados por empresas para cubrir riesgos y por inversionistas que buscan especular. El mercado de divisas es el espacio donde se compran o venden monedas de distintos países: euro, yen, franco suizo, real brasileño, entre otras. En el mercado de Metales se puede adquirir plata y oro. Ver Ayala Gaytán Edgardo. A. (2008), pp.98, 139-140.

<sup>5</sup> Ver Mishkin (1995).

<sup>6</sup> Banco de México, "Efectos de la política monetaria en la economía", 2008.

estadounidense, y a su vez el dólar se fijaba al oro a razón de 35 dólares la onza. Lo anterior constituía un sistema de tipo de cambio fijo en el que el dólar era la moneda de reserva mundial, lo que contribuyó a aumentar el poder económico, político y militar de Estados Unidos en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial. El Fondo de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos debía de expandir la oferta de dólares de acuerdo con la restricción impuesta por las reservas de oro de ese país. Sin embargo, el excesivo gasto externo estadounidense financiado con emisión monetaria terminó colapsando el sistema, primero con la suspensión de la convertibilidad entre el oro y el dólar, y después permitiendo la libre flotación de las principales divisas internacionales.

Con el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods la política cambiaria de los países capitalistas entra a una nueva fase de mayor inestabilidad de los tipos de cambio; las economías desarrolladas van a tender a adoptar tipos de cambio flotantes, mientras los países en desarrollo muestran una clara preferencia por la fijación de los tipos de cambio respecto a una moneda principal, de acuerdo a su situación económica y su ubicación geográfica. Con el inicio de la flotación, “la libra esterlina pierde importancia como moneda de referencia en beneficio del dólar, aunque el franco francés sigue siendo utilizado por cierto número de países francófonos, y por antiguas colonias francesas” (Varela, 2004: 9).

De la amplia gama de regímenes cambiarios que se origina a nivel mundial, en los extremos se encuentra por un lado el tipo de cambio fijo y por el otro el tipo de cambio flexible de flotación limpia, mientras que en el rango intermedio entre estos puntos se desarrollan diversos esquemas. En el cuadro 1 se puede observar la estructura porcentual de los sistemas cambiarios que tienen los países miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI), la mayoría de los países han optado por regímenes cambiarios extremos; el 45 por ciento han adoptado el régimen de flotación, ya sea administrada o independiente. Por otro lado, hay un 36 por ciento de las economías que se orientan hacia el tipo de cambio fijo, lo que en gran parte se explica por la existencia de la Unión Monetaria Europea. Lo anterior apoya el planteamiento de la teoría de bipolaridad, que señala que se está produciendo una concentración de los regímenes cambiarios hacia las dos formas extremas-

tipos de cambio con fijación rígida y tipos de cambio flotantes- en detrimento de todas las formas de regímenes cambiarios intermedios, esta postura se refleja en los trabajos de economistas como Summers (2000) y Fischer (2001).

En lo que se refiere a la relación entre política cambiaria y política monetaria, diferentes regímenes cambiarios pueden ser compatibles con esquemas de política monetaria similares. El FMI clasifica en cuatro grupos la conducción de la política monetaria: i) Ancla cambiaria: la autoridad monetaria está dispuesta a comprar o vender divisas a determinadas cotizaciones para mantener el tipo de cambio en el nivel predeterminado o dentro de un rango (el tipo de cambio sirve como el ancla nominal o el objetivo intermedio de la política monetaria). Estos regímenes cubren el tipo de cambio sin curso legal separado, la convertibilidad cambiaria, otro acuerdo de cambio fijo convencional, tipo de cambio fijo con bandas horizontales, paridad móvil, banda móvil y flotación dirigida sin una trayectoria predeterminada del tipo de cambio.

Cuadro 1 Clasificación de regímenes cambiarios en el mundo

Países miembros del FMI, 2009

Sistema Cambiario	Número de Países	Porcentaje %
Acuerdo de intercambio con ninguna moneda en curso	10	5.32
Acuerdo de Junta Monetaria	13	6.91
Otro acuerdo de tipo de cambio fijo convencional	68	36.17
Tipo de cambio fijo en bandas horizontales	3	1.60
<i>Crawling peg</i>	8	4.26
Banda móvil	2	1.06
Flotación administrada sin senda de tipo de cambio predeterminada	44	23.40
Flotación independiente	40	21.28
Total	188	100.00

Fuente: Elaboración propia con base en datos del FMI.

ii) Meta de agregados monetarios: el banco central utiliza sus instrumentos para lograr una tasa de crecimiento objetivo para un agregado monetario, tales como la base monetaria, M1, M2, y el agregado fijado como meta se convierte en el ancla nominal o el objetivo intermedio de la política monetaria. Este esquema monetario se combina con: acuerdo de cambio fijo convencional, flotación dirigida sin una trayectoria predeterminada del tipo de cambio y flotación independiente.

iii) Esquema de objetivos de inflación: se hace compatible con la flotación dirigida sin una trayectoria predeterminada del tipo de cambio y la flotación independiente. Un esquema de metas de inflación consiste en definir una tasa baja de inflación tanto en el corto como en el mediano plazo como el objetivo primario y en muchos países el objetivo exclusivo del banco central. Un régimen de este tipo se combina con el manejo de las tasas de interés más que de los agregados monetarios, motivo por el que la base monetaria o dinero de alto poder expansivo se ajusta de manera endógena a los movimientos de la demanda de dinero.

Los factores que definen un esquema de objetivos de inflación son los siguientes<sup>7</sup>: “a) El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria; b) el anuncio de metas de inflación de mediano plazo; c) la conformación de una autoridad monetaria autónoma; d) la aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria; e) un análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios; y f) el uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios”.

iv) Otros: el país no ha establecida explícitamente un ancla nominal, pero hace un seguimiento de diversos indicadores en la gestión de la política

---

<sup>7</sup> Banco de México, Programa monetaria para 2001.



monetaria. Esto se utiliza también cuando no se dispone de la información pertinente sobre el país. Este régimen cubre la flotación dirigida sin una trayectoria predeterminada del tipo de cambio y la flotación independiente<sup>8</sup>.

Por otra parte, autores como Skidelsky (2009) señalan que después del hundimiento de Bretton Woods se ha observado una mayor inestabilidad de los tipos de cambio mundiales, a lo que han contribuido factores como la liberalización de los flujos internacionales de capital y un enorme aumento en la escala de las transacciones financieras transfronterizas. Pero que a pesar de esto los efectos de la volatilidad de los tipos de cambio sobre el comercio mundial han sido marginales, dado que los volúmenes de comercio mundial han aumentado de manera significativa.

La política cambiaria constituye uno de los pilares centrales de la política económica, porque a través de dicha política se establece la manera en la que se va a determinar el tipo de cambio nominal, que es el precio de una moneda en términos de otra. En México los regímenes cambiarios que se han tenido de 1954 a la actualidad son<sup>9</sup>: tipo de cambio fijo, tipo de cambio flotante, deslizamiento controlado, tipo de cambio dual con deslizamiento controlado, tipo de cambio dual con flotación manejada, tipo de cambio dual con fijación del tipo de cambio controlado, tipo de cambio fijo con bandas de flotación y tipo de cambio flexible (flotación independiente, de acuerdo con el FMI<sup>10</sup>).

En un régimen cambiario de flotación pura el tipo de cambio se debe de determinar en el mercado cambiario por las libres fuerzas del mercado, es decir, por la intersección de la demanda y la oferta de dólares. La oferta de dólares depende de factores como las exportaciones, la entrada de inversión extranjera, las remesas de los migrantes y el turismo. Los agentes económicos demandan dólares para importar productos del exterior, realizar inversiones de capital en otros países, pagar intereses y hacer abonos de capital por concepto de deuda externa, o si desean viajar al extranjero. Adicionalmente, se demandan dólares con fines especulativos, “en el mercado de divisas la

---

<sup>8</sup> Ver FMI, información al 31 de abril de 2008. [www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm](http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm) (Consultado el 1 de septiembre de 2014).

<sup>9</sup> Mansell Carstens, C. (1992), *Las nuevas finanzas en México*, México: IMEF-ITAM-Milenio, p. 88.

<sup>10</sup> En un régimen de flotación independiente la tasa cambiaria queda determinada por el mercado cambiario y la intervención del gobierno debe ser esporádica y discrecional, y normalmente tiene por objeto moderar la tasa de variación y evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, pero no establecer su nivel.

compra y venta generalmente se realiza en un plazo relativamente corto, de manera casi inmediata, aunque en el mercado cambiario también se pueden realizar operaciones en los que la compra o venta se realiza a plazos mayores a una semana, inclusive con vencimiento mayor a un año. Este elemento temporal, en cuanto al vencimiento de las operaciones, hace que el mercado cambiario se divida en mercado de contado o *spot* y en mercado a plazo o *forward*. Es importante mencionar que en la mayoría de las operaciones del mercado cambiario la liquidación se realiza 48 horas después de haber vencido, por lo que las operaciones que se liquidan de manera inmediata, en 24 o 48 horas, son consideradas operaciones de mercado *spot* (Ayala Gaytán, *et al*, 2008: 268-269).

La relevancia del tipo de cambio es que afecta el precio relativo de los bienes nacionales y extranjeros<sup>11</sup>, de acuerdo con la teoría de la paridad del poder de compra (PPC) en el largo plazo los precios de un país van a tender a ser iguales al tipo de cambio nominal multiplicado por los precios externos, es decir:  $P = EP^*$ , en donde  $P$  es el nivel de precios internos;  $E$  representa el tipo de cambio nominal y  $P^*$  son los precios externos. Para un nivel dado de precios externos, una depreciación cambiaria se traduce en presiones inflacionarias, mientras que una apreciación cambiaria genera deflación. Esto en la literatura económica se conoce como el traspaso (*pass through*) del tipo de cambio a los precios. Dado que el crecimiento económico de México es altamente dependiente de las importaciones, normalmente una depreciación cambiaria va a generar presiones inflacionarias, situación que también se observa en otros países con características similares.

Por lo tanto, si el objetivo central del Banco de México es lograr la estabilidad de los precios, dos aspectos importantes son el comportamiento que observe el tipo de cambio, así como la política monetaria asociada con la tasa de interés de referencia en el mercado de dinero. ¿Cuáles son los lineamientos de política económica en lo que se refiere a la tasa de interés y al tipo de cambio? en la década de los ochenta las políticas neoliberales

---

<sup>11</sup> El tipo de cambio real ( $e$ ) equivale al tipo de cambio nominal ajustado por los niveles generales de precio de ambos países:  $e = \frac{EP^*}{P}$ ; en el corto plazo  $P^*$  y  $P$  están relativamente fijos, así que cambios en el tipo de cambio nominal se traducen en cambios del tipo de cambio real.

apoyadas por los Estados Unidos a través del consenso de Washington promueven: libre comercio, privatización, desregulación, presupuestos equilibrados, inflación controlada, y tipos de cambio flotantes. En México, a raíz de la crisis de balanza de pagos de diciembre de 1994 la Comisión de Cambios<sup>12</sup> se ve en la necesidad de modificar su régimen cambiario, de un tipo de cambio fijo con bandas de flotación se pasa a un tipo de cambio flexible, aunque en realidad se trata, como veremos, de un régimen cambiario con flotación dirigida o administrada, que es cuando el tipo de cambio es determinado por el mercado, pero la autoridad monetaria trata de influir directa o indirectamente en los movimientos del tipo de cambio sin especificar una trayectoria predeterminada ni un objetivo concreto para el tipo de cambio.

## **2. Teoría de la política monetaria**

El modelo básico para comprender el funcionamiento de una economía pequeña en el marco de una economía abierta y con libre movilidad de capitales fue desarrollado en la década de los sesenta por Mundell y Fleming, de aquí se deduce que bajo un régimen cambiario de tipo de cambio flexible la política monetaria juega el papel fundamental en el marco de la política económica. En efecto, bajo el esquema actual de metas de inflación asociado con un sistema cambiario de flotación administrada, tanto la tasa de interés como el tipo de cambio van a jugar un papel primordial como variables de ajuste de la economía mexicana ante choques exógenos.

A partir de 1993 el Banco de México logra su independencia legal, en su carácter de institución autónoma tiene como objetivo central el logro de la estabilidad de los precios. En enero de 1999 establece un objetivo de mediano plazo, en el sentido de alcanzar hacia finales del año 2003 una inflación similar a la de Estados Unidos y Canadá, países socios en el Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN). En 2001 establece la meta de inflación del 3 por ciento y en 2002 señala que esta meta se va a mantener en años subsecuentes. Adicionalmente, establece un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo del 3 por ciento ( $3 \pm 1\%$ ).

---

<sup>12</sup> La Comisión de Cambios está compuesta por 4 miembros: el Secretario y Subsecretario de Hacienda y Crédito Público y el Gobernador y un Subgobernador del Banco de México. Las decisiones se toman por mayoría simple y en caso de empate el Secretario de Hacienda tiene el voto decisivo.

La meta de inflación establecida por el Instituto Central para el largo plazo se ha mantenido, esto con independencia de que el primero de diciembre del 2000 empieza a gobernar el país Vicente Fox, candidato del Partido de Acción Nacional (PAN); su elección marcó el final de una etapa de 71 años en los que todos los presidentes de México fueron militantes del Partido Revolucionario Institucional (PRI) o de los partidos que dieron origen a éste. Posteriormente estuvo en la presidencia Felipe Calderón (2006-2012), también del PAN; y a partir de finales de 2012 dio comienzo el gobierno actual del priista Enrique Peña Nieto.

En el marco de la Nueva Economía Política Hibbs (1977) plantea la tesis de que los partidos de izquierda y derecha tienen distintas preferencias con respecto a la compensación entre la inflación y el desempleo, el autor sostiene que su evidencia apoya la idea de que los gobiernos de izquierda prefieren menos desempleo y una alta inflación, a diferencia de los partidos de derecha, que son más adversos a la inflación. Lo anterior también se señala en los modelos racionales partidistas, como el de Alesina (1989), en los que se supone que los políticos incumbentes tienen la capacidad de controlar la tasa de inflación utilizando la política monetaria<sup>13</sup>. De acuerdo con el criterio anterior, en la economía mexicana tanto el PRI como el PAN se caracterizan por ser de derecha al limitarse a cumplir el mandato institucional de las autoridades monetarias.

Durante el período de 1995 a abril de 2003, la herramienta más conocida de la política monetaria fue el Régimen de Saldos Acumulados (SA), mejor conocido como política de “cortos”, para el caso de una política monetaria contractiva o de “largos”, si se trata de una política expansiva. Posteriormente dicho régimen fue sustituido, a partir del 10 de abril del 2003, por un Régimen de Saldos Diarios (SD). En la política de “cortos” la tasa de interés monetaria se determina en el mercado de dinero por la intersección de la oferta y la demanda de dinero. La demanda de dinero depende del nivel de ingreso, de la tasa de interés y de factores estacionales (la demanda de dinero se incrementa en períodos de vacaciones), mientras que la base monetaria constituye una variable de tipo endógeno, es decir, las autoridades monetarias van a ajustar la

---

<sup>13</sup> Ver Snowdon y Vane (2005), pp.532-542.

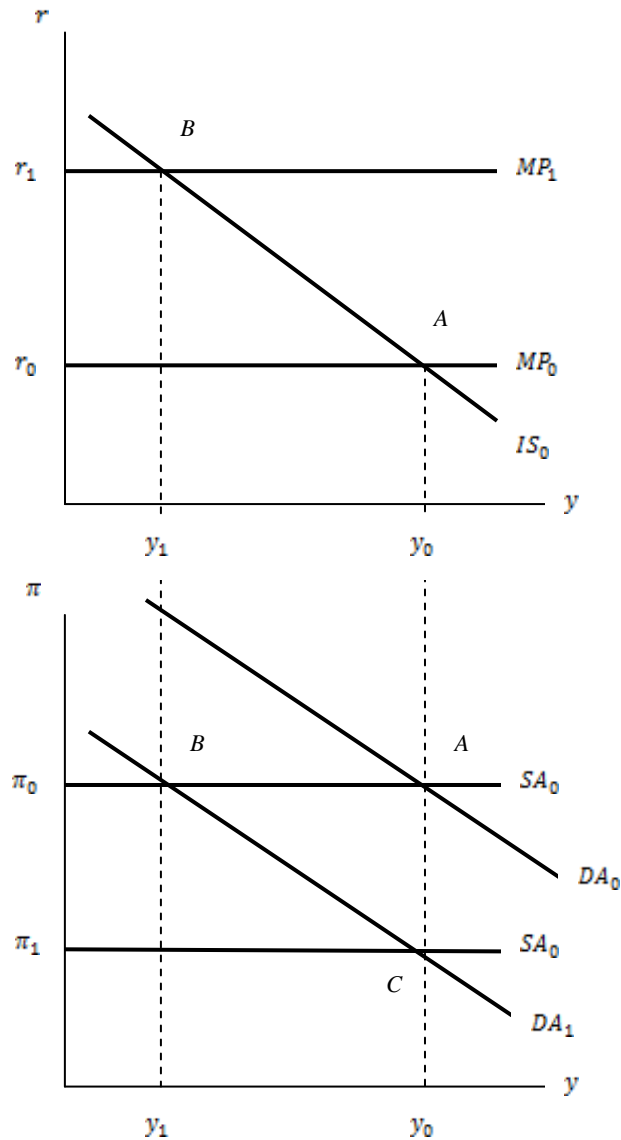
cantidad de dinero a las variaciones de la demanda con el fin de que el mercado de dinero siempre esté en equilibrio. Sin embargo, la determinación de la tasa de interés no dependía únicamente de las fuerzas del mercado, las autoridades monetarias intervenían dicho mercado a través del envío de señales, las cuales reflejaban la postura de la política monetaria; por ejemplo, al poner en “corto” al mercado de dinero se originaba una presión hacia la alza en la tasa de interés de corto plazo, mientras que una política de “largos” generaba una reducción en dicha tasa.

Del 11 de marzo de 1998 al 23 de marzo del 2005 se aplicaron 35 “cortos”, con lo que de un nivel de 0.7 millones de pesos diarios se pasa a 79 millones de pesos. Esta cifra se mantiene sin cambio hasta que a partir del 21 de enero de 2008 el Banco de México adoptó como objetivo operacional la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”), en sustitución del régimen de SD<sup>14</sup>. La tasa de fondeo bancario se ajusta a un nivel determinado con el fin de reflejar la postura de la política monetaria de nuestro país frente al resto del mundo. Es decir, a partir de 2008 México toma medidas similares a las que se establecen en otros bancos centrales, como el Fondo de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos, el Banco Central de Japón, el Banco Central de Canadá, o el Banco Central Europeo.

El modelo de D. Romer (2000) resulta útil para comprender mejor la lógica de la política monetaria, el autor toma el sistema *IS – LM* de la síntesis neoclásica y reemplaza la curva LM con un supuesto que señala que el banco central establece una regla para determinar la tasa de interés real. En el caso de la curva LM el instrumento de la política monetaria es la oferta monetaria, motivo por el que era importante el control de los agregados monetarios. Pero en la propuesta de Romer el instrumento es la tasa de interés, su modelo carece de fundamentos microeconómicos y asume que el ajuste nominal de los precios en el corto plazo es imperfecto, las autoridades monetarias establecen la tasa de interés real ( $r$ ) como una función creciente de la tasa de inflación ( $\pi$ ), es decir:  $r = f(\pi)$ , esta regla de tasa de interés se representa por la línea MP, que como se observa en la gráfica 1, reemplaza a la curva LM en el modelo Keynesiano ortodoxo.

---

<sup>14</sup> Ver el Programa Monetario para 2008, Banco de México.



Gráfica 1  
 Los efectos de un incremento en la tasa de interés real en el modelo *IS-MP* y el proceso de ajuste en el esquema *DA-SA*.

La situación inicial de equilibrio se representa en el punto *A* por la intersección entre las funciones  $IS_0$  y  $MP_0$ , a la tasa de interés real  $r_0$  le corresponde el nivel de actividad económica  $y_0$ , que se supone corresponde a la situación de equilibrio de largo plazo. En el esquema de demanda y oferta agregadas (*DA-SA*), la intersección de la curva  $DA_0$  con la función de oferta agregada  $SA_0$ , determina el nivel de la tasa de inflación  $\pi_0$ , en el espacio  $(y, \pi)$ . Ahora se supone que el banco central decide aumentar el nivel de la tasa de interés nominal de referencia debido a un incremento en las

expectativas de inflación, lo que se va a traducir en un aumento en la tasa de interés real, dado que de acuerdo con la ecuación de Fisher, la tasa de interés nominal es la suma de la tasa de interés real más la tasa de inflación ( $\pi$ ):  $i = r + \pi$ , y considerando que en el corto plazo la tasa de inflación se mantiene constante (por el ajuste nominal imperfecto).

Por lo tanto, como se muestra en la gráfica 1, el aumento en la tasa de interés real, de  $r_0$  a  $r_1$ , desplaza la línea  $MP$  hacia arriba, de  $MP_0$  a  $MP_1$ , lo que implica una reducción en los niveles de consumo (sobre todo de consumo duradero) e inversión, disminuyendo el nivel de actividad económica a  $y_1$ , con lo que la función de demanda agregada se desplaza hacia la izquierda, de  $DA_0$  a  $DA_1$  y la economía pasa del punto  $A$  al punto  $B$ . El aumento en la tasa de interés real junto con la disminución del nivel de ingreso genera una caída en la demanda de dinero, lo que provoca un desequilibrio en el mercado de dinero, dado que ahora el saldo real de dinero es mayor en relación a la demanda de dinero. Por lo tanto, para mantener el equilibrio en el mercado de dinero el banco central ajusta la base monetaria, es decir, el dinero de alto poder expansivo se convierte en una variable endógena<sup>15</sup>.

El endurecimiento de la política monetaria genera en el corto plazo un impacto negativo sobre los niveles de producción y empleo, pero de acuerdo con el modelo neoclásico de Romer, como la actividad económica es menor a su nivel de equilibrio de largo plazo ( $y_1 < \bar{y}_0$ ), esto se va a traducir en una disminución en la tasa de inflación, de  $\pi_0$  a  $\pi_1$ , lo que implica que en el largo plazo la línea de oferta agregada se desplaza hacia abajo, de  $SA_0$  a  $SA_1$ . Al disminuir la tasa de inflación, la tasa de interés real se reduce, lo que genera un aumento en la demanda agregada asociado a los mayores aumentos en los niveles de consumo e inversión, con lo que la línea  $MP$  regresa de nuevo a su nivel inicial.

Del modelo  $IS - MP$  de Romer, se deduce que si los bancos centrales modifican su tasa de interés nominal de referencia, esto va a generar impactos en las variables reales en el corto plazo. Vimos como una política monetaria

---

<sup>15</sup> Aquí es importante advertir que se invierte la relación de causalidad de la teoría cuantitativa porque ahora, a un menor nivel de precios en el largo plazo le va a corresponder una cantidad de dinero también menor.

contractiva genera efectos recesivos en la actividad económica, pero en el largo plazo la política monetaria es neutral, la tasa de inflación disminuye y la actividad económica recupera sus niveles de equilibrio, con lo que se logra el crecimiento económico con estabilidad de precios.

En el planteamiento de Romer, de una macroeconomía keynesiana sin la curva  $LM$ , se presenta también una regla de tasa de interés real más completa, en la que el comportamiento de dicha tasa es función tanto de la inflación como del producto. Sin embargo, a nosotros nos pareció interesante tomar el caso simple de la regla de la tasa de interés real que depende sólo de la inflación debido a que el Banco de México tiene como objetivo central el control de la inflación y deja al margen el comportamiento de la producción.

El diseño de la política monetaria en México se inspira en este tipo de modelos, en los que el proceso de ajuste gradual de la inflación hacia su meta se considera una condición necesaria, más no suficiente, para un crecimiento elevado y sostenido<sup>16</sup>. Ideas similares han sido planteadas en el marco de la Nueva Síntesis Neoclásica en lo que se conoce como el Nuevo Paradigma Monetario.

En la práctica y considerando el contexto internacional, al Banco de México también le va a interesar atraer inversión extranjera indirecta o de carácter especulativo, motivo por el que una regla implícita que se adopta es que la tasa de interés nominal de referencia sea mayor a la suma de la tasa de interés internacional ( $i^*$ ), la variación cambiaria ( $\frac{\Delta E}{E}$ ) y la tasa de riesgo país

$$(i_r)^{17}: i > i^* + \frac{\Delta E}{E} + i_r$$

Si el banco central aplica una política monetaria de carácter contractivo esto se refleja en un aumento en la tasa de interés de fondeo interbancario a un día ( $i$ ), lo que amplía la brecha entre la tasa de interés local y la tasa de interés internacional ( $i^*$ ) sumada a la variación cambiaria y a la tasa de riesgo país, lo que se va a convertir en un factor de atracción de la inversión extranjera ( $\Delta IE$ ) en el mercado de capitales. Por lo tanto, ingresan dólares a

---

<sup>16</sup> Para lograr un crecimiento elevado y sostenido, el Banco de México señala que además de la estabilidad de precios se requiere una estructura de incentivos que promueva la productividad y la competitividad de la economía. Ver Informe Anual de 2012, Banco de México, p. 44.

<sup>17</sup> Lo que implica que se tiene arbitraje internacional descubierto de tasas de interés.



nuestro país, con la consecuente apreciación del tipo de cambio<sup>18</sup> ( $\nabla E$ ), lo que disminuye la competitividad de las exportaciones y genera una reducción tanto en la actividad económica como en la balanza comercial ( $\nabla BC$ ). Como la balanza comercial es un componente de la demanda agregada, dicha demanda cae ( $\nabla DA$ ), presionando la inflación hacia la baja ( $\nabla \pi$ ). El proceso de ajuste descrito con anterioridad corresponde al canal del tipo de cambio en el marco del mecanismo de transmisión de la política monetaria y se puede plantear como:

$$\Delta i \rightarrow i > i^{**} + \frac{\Delta E}{E} + i_r \rightarrow \Delta IE \rightarrow S\$ > D\$ \rightarrow \nabla E \rightarrow \nabla BC \rightarrow \nabla DA \rightarrow \nabla \pi$$

De acuerdo con la teoría de la PPC, si el tipo de cambio se aprecia los precios internos van a tender a disminuir, como se observa en el proceso de ajuste anterior, y lo contrario sucede con una depreciación del tipo de cambio. Por lo que una política monetaria de carácter contractivo tiende a apreciar la moneda y a generar un impacto favorable en la inflación. Sin embargo, genera un impacto recesivo en la actividad económica que en este caso se muestra vía el empeoramiento en el saldo neto de la balanza comercial.

### 3. Política monetaria y cambiaria frente a la crisis

México es altamente dependiente del sector externo y uno de los problemas estructurales que presenta es su déficit de cuenta corriente, el cual financia con la entrada de capitales del exterior. El desequilibrio en el comercio exterior genera presiones en el mercado cambiario, las cuales tienden a depreciar el tipo de cambio, sobre todo cuando hay salida de capitales en períodos de crisis económicas. Sin embargo, a través de intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario, el Banco de México evita las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, lo que reduce el traspaso del tipo de cambio a los precios domésticos. La Comisión de Cambios ha implementado diferentes mecanismos de intervención, entre los que se pueden mencionar los siguientes:<sup>19</sup>i) Compras

<sup>18</sup> Aparte de los flujos netos de capital externo, recordemos que en la apreciación del tipo de cambio también influyen factores como: los precios internacionales del petróleo, las exportaciones, las remesas de los migrantes, el turismo y las subastas de dólares del Banco de México.

<sup>19</sup> En un artículo anterior realizamos un análisis de los mecanismos de intervención durante el período: 1995-2005, ver León (2008).

de dólares a instituciones de crédito mediante el mecanismo de opciones, su objetivo es aumentar el ritmo de acumulación de reservas internacionales. ii) Ventas de dólares a través del mecanismo de subasta y iii) Mecanismo de subasta diaria de dólares; a través de estos dos sistemas las autoridades hacen uso de la reserva internacional para intervenir en el mercado de divisas ofreciendo dólares, lo que atenúa la volatilidad del tipo de cambio.

Ante el agotamiento de las reservas internacionales a raíz de la crisis cambiaria de finales de 1994, las autoridades monetarias pusieron en práctica dos mecanismos de intervención en el mercado cambiario: i. Compras de dólares a instituciones de crédito mediante el Mecanismo de Opciones (durante el período de agosto de 1996 al 29 de junio del 2001). ii. Venta de dólares a través del Mecanismo de Subasta (durante el período del 27 de octubre de 1997 al 2 de julio de 2001). Como resultado de estos dos mecanismos, el Banco de México fue un comprador neto de divisas, lo que contribuyó de manera favorable a la acumulación de reservas internacionales.

El régimen de flotación administrada ha permitido liberar a la economía de fuertes presiones cambiarias y además ha contribuido favorablemente al proceso de acumulación de reservas internacionales. “Durante el período 1996-2001 la acumulación de activos internacionales netos a través de las opciones de compra de dólares representó el 27.5 por ciento” (León, 2008: 134). Como se muestra en la gráfica 2, el saldo correspondiente aumentó de 17, 509 millones de dólares a finales de 1996 a alrededor de 40 mil millones de dólares al cierre de 2001, para continuar su tendencia ascendente y ubicarse en 85, 273.7 millones en 2008.

Gráfica 2. Reservas internacionales del Banco de México  
(Miles de millones de dólares)

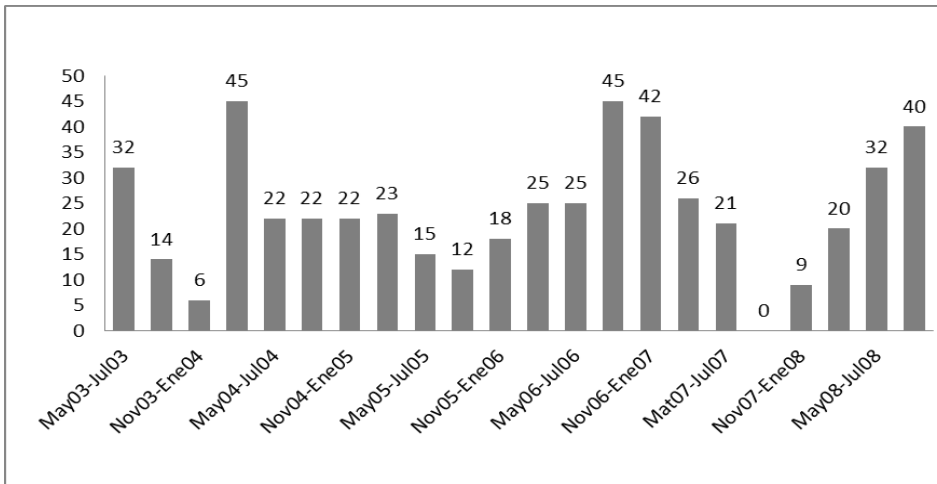


Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México.

La subasta diaria de dólares, que es el tercer mecanismo de intervención en el mercado cambiario, se empezó a implementar durante el período de mayo de 2003 a octubre de 2008 y posteriormente se vuelve a aplicar para hacer frente a la crisis financiera mundial. En el año de 2003 el Banxico justificó su intervención en el mercado de divisas con el fin contribuir a reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales, dado que genera un costo para el país. A partir del trimestre de mayo a julio de 2004 se decide que el 50 por ciento del flujo acumulado de reservas netas en el trimestre previo, una vez deducidas las ventas en este mismo período, se subaste la cuarta parte en cada uno de los cuatro trimestres subsecuentes. En la gráfica 3 se muestran los montos de dólares subastados diariamente durante los diferentes períodos, es de subrayar que durante el trimestre de agosto a octubre de 2007 no se realizaron subastas y que los montos máximos se ubicaron en 45 millones de dólares diarios, subastados durante los trimestres de febrero a abril de 2004 y de agosto a octubre de 2006.

Gráfica 3 Subasta diaria de dólares (millones de dólares)

Período: 3 de mayo de 2003 al 8 de octubre de 2008



Fuente: Cámara de Diputados. Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, CEFP/040/2009.

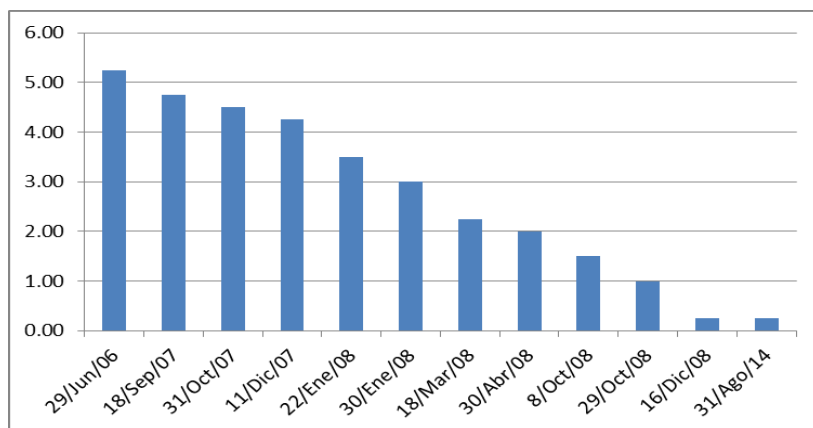
Con la crisis financiera mundial de 2008-2009, que tiene su epicentro en agosto de 2007 en el mercado de hipotecas *subprime* de los Estados Unidos, se genera un proceso de inestabilidad e incertidumbre que influye de manera negativa en el sector real de las economías. Ante esta situación los gobiernos de diferentes economías, como Estados Unidos, Reino Unido, los países de la Eurozona, Japón, Suecia, Suiza, Canadá y naciones emergentes como China, la India y Rusia deciden intervenir con políticas económicas de carácter contracíclico con el fin de hacer frente a la grave recesión, en un intento de aumentar el crecimiento económico y la generación de empleo vía políticas de gestión de la demanda agregada (política fiscal y monetaria).

Desde 2010 se manifiesta una segunda etapa de la crisis asociada con factores económicos y sociales; en lo económico se enfrenta el problema de la deuda soberana, tanto en los países de la Eurozona como en Estados Unidos. Ante esta situación el Banco Central Europeo y los organismos financieros internacionales, como el FMI y el Banco Mundial (BM), hicieron énfasis en la necesidad de implementar políticas fiscales de carácter contractivo que contribuyan a reducir los porcentajes de déficit fiscal y de deuda externa en relación con el PIB.

En la segunda fase de la recesión económica se ha continuado con el carácter laxo de la política monetaria, es decir que se tiene fe en el poder de los bancos centrales. Como se muestra en la gráfica 4, el Fondo de la Reserva Federal reduce de manera paulatina su tasa de fondeo bancario, para llevarla

de niveles de 5.25 por ciento que tenía el 29 de junio de 2006, a un rango que va de cero a un cuarto de punto (0-0.25) a partir del 16 de diciembre de 2008, rango que prevalece hasta la actualidad y que representa el nivel históricamente más bajo en la historia de Estados Unidos.

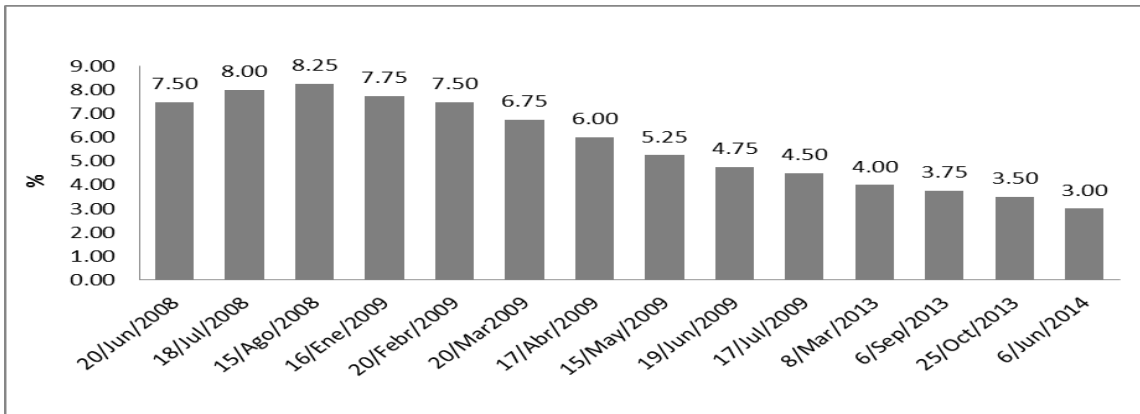
Gráfica 4 Tasa de fondos federales (%): 29 de junio de 2006 al 31 de agosto de 2014



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Reserva Federal.

La estrategia adoptada por el Banco de México para hacer frente a la crisis financiera fue en principio aumentar la tasa de referencia (tasa de interés interbancaria a un día) con el fin de evitar la salida de capitales a través de ampliar el diferencial en las tasas de interés. Como se muestra en la gráfica 5, el 18 de julio de 2008 la tasa de interés objetivo aumenta de 7.5 por ciento a 8 por ciento y a mediados de agosto sube a 8.25 por ciento y se mantiene en este nivel hasta el 16 de enero de 2009. A partir de esta fecha se reduce de manera paulatina al nivel de 4.5 por ciento, el cual se mantiene sin cambio hasta el 8 de marzo de 2013, cuando se reduce a 4 por ciento. A partir de 2013 la tasa de referencia se ha ajustado hacia la baja y en la actualidad su nivel es del 3 por ciento.

Gráfica 5. Tasa de interés objetivo, Banco de México: junio de 2008 a agosto de 2014

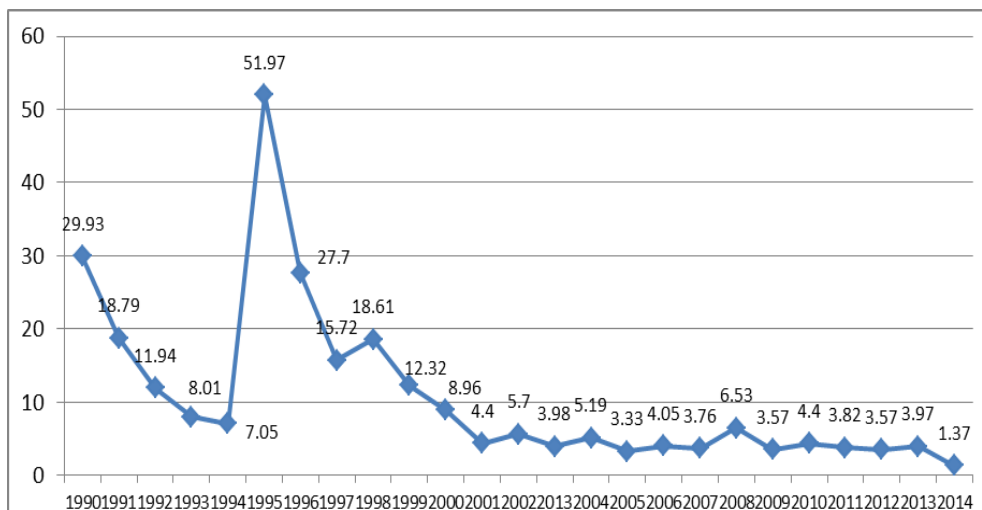


Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México.

La tasa de fondeo bancario ha mostrado una tendencia descendente, lo cual es de destacar si consideramos que en 1998 su nivel ascendía en promedio anual a 33.4 por ciento<sup>20</sup> y desde principios de junio de 2014 se ubica en 3 por ciento. Lo anterior se explica por la ecuación de Fisher señalada con anterioridad, la reducción en la tasa de inflación, que se observa en la gráfica 6, se refleja en el comportamiento observado por la tasa de fondeo bancario. La tasa de interés representa el costo del dinero para los agentes económicos que desean realizar una decisión de inversión, ya sea en bienes de consumo duradero o bienes de capital, lo que se traduciría en un ascenso en la demanda agregada a través del aumento en el consumo y la inversión. Sin embargo, en la economía mexicana hay un proceso de exclusión financiera, autores como Ampudia (2011) demuestran que la banca comercial en México no responde a las necesidades sociales más elementales, como el financiamiento de la actividad empresarial. “En general, los mercados financieros se han centrado en las operaciones de corto plazo, en la transferencia de riesgos, la generación de utilidades para los accionistas y la especulación, lo que cancela las posibilidades de un crecimiento económico incluyente y una mejor distribución del ingreso” (Ampudia, 2011: 177).

Gráfica 6. México. Índice Nacional de Precios al Consumidor (inflación acumulada anual): 1990-2014

<sup>20</sup> Se refiere a la tasa de fondeo bancario promedio ponderado, los datos usados para calcular el promedio anual de 1998 comienzan el 3 de noviembre, ver Banco de México.



El dato de 2014 corresponde a la inflación acumulada de enero a julio.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México.

Por otra parte, ante el ascenso de la tasa objetivo en 2008 se observa en principio un proceso de apreciación cambiaria, pero la crisis financiera es de tal magnitud que obviamente es imposible evitar la salida de capitales, lo que se refleja en una depreciación significativa del tipo de cambio, como se muestra en la gráfica 7. El tipo de cambio promedio mensual se aprecia durante el período de enero a agosto de 2008, de un nivel de \$10.91 pesos por dólar que tenía en enero, pasa a \$10.10 en agosto de 2008. Sin embargo, a partir de septiembre de 2008, cuando se presenta la situación más caótica de la crisis con la quiebra Lehman Brothers (el cuarto banco más importante de inversiones norteamericano), el tipo de cambio se ve fuertemente presionado ante el recrudecimiento de la crisis financiera internacional rebasando el nivel de los 15 pesos por dólar en el primer trimestre de 2009.

Ante la crisis del mercado cambiario el Banco de México aplicó distintos mecanismos de intervención:

1. A partir del 9 de octubre empezó a ofrecer diariamente 400 millones de dólares mediante una subasta a un tipo de cambio mínimo de 2% superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior<sup>21</sup>. De tal manera que el monto de dólares vendido en el mercado de divisas durante el período de octubre a diciembre de 2008 ascendió a 4,178 millones de dólares. Este mecanismo de

<sup>21</sup> Similar al instrumentado entre el 19 de febrero de 1997 y el 2 de julio de 2001. En este caso las autoridades monetarias intervienen vendiendo dólares si se presenta una depreciación del peso mayor al 2 por ciento el día hábil inmediato anterior.

intervención se implementó así hasta el 8 de marzo de 2009 y el 9 de marzo se modifica a 300 millones de dólares; posteriormente, a partir del 9 de junio, se reduce a 250 millones de dólares, monto que se suspendió a partir del 12 abril de 2010.

Gráfica 7. Tipo de cambio nominal (cotización diaria): 2000-agosto 2014



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México.

2. Adicionalmente, del 9 de marzo al 8 de junio de 2009 se realizó una venta diaria de 100 millones de dólares a través del mecanismo de Subasta Diaria de Dólares; del 9 de junio al 30 de septiembre la venta se reduce a 50 millones y se suspende a partir del 1 de octubre.

3. En octubre de 2008 se realizaron subastas extraordinarias de dólares por un monto que ascendió a 11,000 millones de dólares.

Como se muestra en el cuadro 2, el monto total de subastas de dólares realizadas del 9 de octubre de 2008 al 30 de septiembre de 2009 asciende a 30,913 millones de dólares, cantidad que representa el 36.25 por ciento de los activos internacionales de finales de 2008. Es decir, para hacer frente a la extrema volatilidad del tipo de cambio las autoridades ofrecen dólares en el mercado de divisas, lo que significó un deterioro en las reservas internacionales durante 2008 y 2009. A partir de 2010 se puede ver en la gráfica 2 que los activos internacionales muestran una tendencia ascendente y



en la actualidad se encuentran en niveles históricamente altos por arriba de los 190 mil millones de dólares. Este comportamiento se explica debido a la abundante liquidez en los mercados financieros internacionales asociado a las políticas monetarias extremadamente laxas impulsadas sobre todo por los países desarrollados, el objetivo de ese tipo de políticas es impulsar la actividad económica y la generación de empleo, sin embargo una cantidad importante de estos recursos ha servido para impulsar la especulación financiera que se ha observado sobre todo en las economías emergentes.

Cuadro 2. Subastas de dólares  
(9 de octubre de 2008-30 de septiembre de 2009)

Subastas de dólares	Millones de dólares
Sin precio mínimo	10,250
Con precio mínimo	7,828
Ventas extraordinarias	11,000
Intervención directa	1,835
Total	30,913

Fuente: Banco de México.

Como señalamos con anterioridad, el diferencial de tasas de interés a favor de nuestro país ha hecho atractiva la entrada de inversión extranjera de carácter especulativo, lo que favorece la apreciación cambiaria. Asimismo, la acumulación de reservas internacionales se atribuye en buena medida al comportamiento de variables como el precio internacional del petróleo y la evolución de las exportaciones manufactureras.

Durante el período de 2010 a 2013 la incertidumbre ha continuado en los mercados financieros internacionales, a la recesión económica se ha sumado el problema de la deuda soberana en economías como Estados Unidos y los países europeos y para 2014 se tienen las tensiones geopolíticas y el riesgo de la deflación en el Reino Unido y en varios países de la eurozona. Para hacer

frente a esta situación en México las autoridades monetarias continúan comprando o vendiendo dólares en el mercado cambiario, aunque con montos menores que durante la crisis de 2008-2009 y la intervención se decide en función de la situación que se presenta en el mercado financiero internacional. Por ejemplo, durante el período de febrero de 2010 a noviembre de 2011 se compraron dólares a instituciones de crédito mediante el mecanismo de opciones con el fin de aumentar el ritmo de acumulación de reservas internacionales. Por el contrario, en el segundo trimestre de 2012 se acentúa la inestabilidad en los mercados financieros internacionales, motivo por el que se subastan dólares con precio mínimo: el 23 de mayo por un monto de 258 millones de dólares, el 31 de mayo por 107 millones de dólares y el 23 de julio por 281 millones de dólares, lo que en total ascendió a 646 millones de dólares<sup>22</sup>.

En suma, hemos visto que las primeras señales de contagio de la crisis financiera internacional se reflejan en ajustes tanto de la tasa de referencia como del tipo de cambio y que para hacer frente a las fuertes presiones sobre el peso, el gobierno recurre a la pérdida neta de reservas internacionales. Sin embargo, esta no fue la única estrategia, por ejemplo, en octubre de 2008 se establece una línea de crédito *swap* con el Banco de la Reserva Federal de los EU por 30 mil millones de dólares. Dicha línea es un intercambio de dólares por pesos entre Banxico y la Fed. La activación de este mecanismo se hizo con el fin de proveer de liquidez a aquellas firmas que requieran obtener recursos en moneda extranjera para hacer frente a deudas de corto plazo. Por otro lado, el 17 de abril de 2009 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banxico informaron que el FMI aprobó una Línea de Crédito Flexible (LCF) con vigencia de un año por aproximadamente 47 mil millones de dólares<sup>23</sup>. La LCF se ha venido renovando en años posteriores: en marzo de 2010, en enero de 2011 y en noviembre de 2013; ésta última se renovó por dos años y es de alrededor de 73 mil millones de dólares, que es el acuerdo que continúa vigente en la actualidad.

---

<sup>22</sup> Para la información detallada de las diferentes intervenciones en el mercado cambiario véase los Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios y los Informes Anuales del Banco de México.

<sup>23</sup> Ver el Anuncio de la Comisión de Cambios del 17 de abril de 2009, Banco de México: <http://www.banxico.org.mx>

## **E) Reflexiones finales**

### **4. Conclusiones**

Las decisiones de política monetaria se toman con independencia del partido político que gobierna al país, dado que el Banco de México es una institución autónoma a partir de 1993, su objetivo central está planteado a nivel institucional en el artículo 28 de la Constitución Política y la ley del Banco de México en su artículo 2. Los resultados obtenidos por las autoridades monetarias se reflejan en indicadores como: la reducción en la tasa de inflación, que influye en la caída de la tasa nominal de interés, la acumulación histórica de reservas internacionales, la disminución en el déficit fiscal del sector público y la relativa estabilidad en el tipo de cambio. Por otra parte, la estabilidad macroeconómica ha generado un costo enorme en el sector real de la economía, la tasa promedio de crecimiento económico ha sido muy baja, al grado de que el país se encuentra en una situación de estancamiento con estabilidad<sup>24</sup>, lo que agrava la falta de oportunidades en el mercado laboral, con los consecuentes problemas como la pobreza, la desigualdad en la distribución del ingreso, la violencia y la inseguridad pública.

En una economía en la que el comercio internacional y los flujos de capital juegan un papel esencial, no es de sorprender que la dinámica de la globalización económica influya en las decisiones de política económica internas, con lo que el margen de maniobra para aplicar políticas que incentiven el crecimiento se ve limitado y como argumenta Ros (2013), gran parte de las reformas estructurales realizadas no va a servir de mucho para salir del estancamiento.

Por lo tanto, es importante que las autoridades monetarias mantengan el objetivo de la estabilidad de los precios en el mediano y largo plazo. Sin embargo, como señalan autores como Cox (2008) al referirse en general al papel de los bancos centrales, se debe recordar que la estabilidad de precios no es un objetivo en sí mismo, sino sólo un medio para el objetivo real de

---

<sup>24</sup> El desempeño global desde 1994 ha sido insatisfactorio, con un crecimiento del producto interno bruto (PIB) inferior al 3 por ciento anual, muy por debajo de las tasas históricas del período de 1940-1980 (6 a 6.5 por ciento). Ver Jaime Ros (2009), p. 192. De acuerdo con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados, el crecimiento económico se ha venido reduciendo: durante el sexenio de 1989-1994 el crecimiento promedio anual fue de 3.96 por ciento; de 1995 a 2000 cae a 3.4 por ciento y se sigue contrayendo a 2.13 por ciento en el gobierno de Fox y a 1.84 por ciento en el de Calderón.

sostener el crecimiento económico. Lo anterior si lo tienen en cuenta algunos bancos centrales, como por ejemplo el Banco Central Popular de China, que se ocupa, bajo el Consejo de Estado de: “i) Elaborar y ejecutar la política monetaria. El objetivo más importante de ésta es mantener la estabilidad financiera y el valor de la moneda para estimular de esta manera el crecimiento económico. ii) Evitar o limitar los riesgos financieros. iii) Garantizar la estabilidad financiera”<sup>25</sup>. En el caso de Estados Unidos, la Fed tiene como objetivos asegurar la estabilidad del sistema financiero de los Estados Unidos; la “gestión” de la reserva monetaria nacional a través de la política monetaria con el fin de evitar o reducir la inflación y la deflación (estabilidad de precios); maximizar el empleo y lograr unos tipos de interés a largo plazo moderados<sup>26</sup>.

El Banco de México señala que el instrumento de la política monetaria para lograr la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda es la tasa de interés interbancaria a un día (tasa de referencia o tasa de interés objetivo); sin embargo, en este trabajo mostramos que también utiliza como instrumento al tipo de cambio, ya que los períodos en los que se ha implementado un régimen de libre flotación constituyen una excepción y lo que prevalece es la flotación administrada. Lo anterior lleva a la hipótesis del temor a la flotación planteada por Calvo y Reinhart (2002), el “temor a flotar” es definido como la renuencia por parte de las autoridades monetarias a permitir variaciones en el tipo de cambio a pesar de declararse en un régimen de libre flotación.

Los autores señalan que en la práctica la mayoría de los países que dicen tener tipo de cambio flexible, en realidad permiten que el tipo de cambio fluctúe dentro de cierta banda o bien lo regulan mediante movimientos en la tasa de interés. Larraín y Sachs argumentan que este fenómeno ocurre con mayor frecuencia en economías emergentes, pues son más susceptibles a sufrir las causalidades señaladas por Calvo y Reinhart: “Una de ellas es que, sobre todo en países en desarrollo, las deudas están establecidas en dólares, y grandes variaciones en el tipo de cambio con respecto a la moneda local amplían fuertemente las deudas. También hay evidencia de que la inestabilidad en el tipo de cambio es dañina para el comercio internacional. Además, la volatilidad

---

<sup>25</sup> <http://es.global-rates.com/tipos-de-interes/bancos-centrales/banco-central-china/interes-pbc.aspx> [22 de agosto de 2014].

<sup>26</sup> Ver <http://es.global-rates.com/tipos-de-interes/bancos-centrales/banco-central-estados-unidos/interes-fed.aspx> [consultado el 22 de agosto de 2014].

del tipo de cambio puede afectar la inflación, lo que ocurre con mayor fuerza en economías emergentes” (Larraín y Sachs, 2013: 268).

Autores como Mántey señalan que en México hay un elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación y que en “los países que han adoptado el régimen de metas de inflación, esto significa que el control monetario se realiza con dos instrumentos de política monetaria: las operaciones de mercado abierto para regular la tasa de interés y la intervención esterilizada en el mercado de cambios, para establecer el objetivo del tipo de cambio” (Mántey, 2009: 60).

El Banco de México considera que la inflación es un fenómeno generado básicamente por presiones de demanda agregada, en el mecanismo de transmisión de la política monetaria el aumento en la tasa de interés monetaria junto con la apreciación del tipo de cambio reducen la demanda agregada al contraer el consumo, la inversión y las exportaciones netas. Este tipo de política se aplicó en México para hacer frente a la crisis financiera internacional antes de octubre de 2008, lo que refleja que el gobierno reconoció tardíamente que la crisis global iba a generar impactos importantes en nuestro país. Las políticas aplicadas en México para hacer frente a la crisis financiera contribuyeron a acentuar la recesión económica, de acuerdo con datos del Banxico, en 2009 el PIB se contrajo en -6.5 por ciento. Además, vimos que la agresiva intervención en el mercado cambiario estuvo asociada a una caída importante en las reservas internacionales y a la firma de acuerdos con el Fondo de la Reserva Federal y el FMI. Las medidas anteriores, que contribuyen en el corto plazo a aminorar la inestabilidad observada en variables como el tipo de cambio y el flujo de capitales, generan impactos negativos en el mercado interno y acentúan la dependencia hacia el sector externo.

Finalmente, vimos que en el planteamiento neoclásico de Romer (2000) la política monetaria es no neutral en el corto plazo y neutral en el largo plazo, lo que implica el logro de estabilidad de precios y crecimiento económico. Siguiendo este tipo de ideas, en México ha predominado desde 1995 el carácter contractivo de la política monetaria, con logros importantes en materia de estabilidad macroeconómica, sin embargo, contrario a lo que se deduce del modelo de Romer, la caída en la tasa de inflación no se ha traducido en un crecimiento económico sostenido y esto se debe, entre otros factores, a la no

neutralidad del dinero tanto en el corto como en el largo plazo. En suma, las políticas neoliberales de estabilización resultan favorables a los mercados financieros, pero generan un alto costo social que mina las bases del aparato productivo.

## **F) Referencias**

Ampudia Márquez, Nora C., “Exclusión financiera y desarrollo”, en Levy Orlik Noemi y López González Teresa (coords.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*, México Facultad de Economía UNAM, y Juan Pablos Editor, 2011, pp. 159-180.

Ayala Gaytán Edgardo. A., *et al. Finanzas para todos desde El Financiero*, El Financiero-Banamex, México, 2008.

Calvo, Guillermo y Carmen M. Reinhart (2002), “Fear of floating”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, num. 2, pp. 379-408.

Cox, Simon (editor) (2008), *Economía Moderna. Características, hechos y protagonistas*, The Economist, Colección Finanzas y Negocios, Perú.

Fischer, Stanley (2001), “Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?”, *Journal of Economics Perspectives*, vol. 50, núm. 2, Spring, pp. 3-24.

Ros, Jaime, “Políticas anticíclicas”, en Martínez Tarragó, Trinidad y Francisco Rodríguez Garza (coordinadores), *Ensayos de política económica en México*, Ediciones Eón/ Universidad Autónoma Metropolitana Azcapotzalco, pp. 177-206, México, 2009.

Larraín B. Felipe y Jeffrey D. Sachs, *Macroeconomía*. Editorial Pearson. Tercera Edición, 2013, Chile.

León León, Josefina, “La mano invisible del mercado y la intervención del gobierno en la evolución de las políticas monetaria y cambiaria: el caso de México durante el período 1995-2005”, *Análisis Económico* No. 53, Segundo Cuatrimestre de 2008, Vol. XXIII, pp. 111-142, UAM-Azacapatzalco, México.

Mántey de Anguiano, Guadalupe, “Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México”, *Investigación Económica*, vol. LXVIII, número especial, 2009, pp. 47-78, UNAM, México.

Mishkin, Frederic S. (1995), “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, *Journal of Economic Perspectives*-Volume 9, Number 4-Fall, pp. 3-10.

Moreno Brid, Juan Carlos e Igor Paunovic, “Crisis financiera internacional y sus efectos en la economía Mexicana”, *Economía, Teoría y Práctica* –número especial, vol. 1, noviembre de 2009, UAM, México, pp. 63-80.

Romer, David (2000), “Keynesian Macroeconomics without the LM Curve”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 14, Number 2-Spring 2000, pp. 149-169.

Ros, Jaime (2013), *Algunas tesis equivocadas sobre el estancamiento económico de México*, El Colegio de México y UNAM, México.

Skidelsky, Robert, *El regreso de Keynes*, Ed. Crítica. Traducción de Jordi Pascual, Barcelona, 2009.

Snowdon, Brian y Howard R. Vane, *Modern Macroeconomics*, Edward Elgar, USA, 2005.

Summers, L. H. (2000), “International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures”, *The American Economic Review*, vol. 90, núm, 2, May, pp. 1-21.

Varela Parache, Félix, "Sistemas cambiarios: una visión desde la actualidad", *Análisis Económico* No. 42, Tercer Cuatrimestre de 2004, Vol. XIX, pp. 5-18, UAM-Azacapotalco, México.