



Carlo Panico y Juan Carlos Moreno-Brid

“El Banco de México y la política monetaria”

p. 515-560

*El Banco de México a través de sus constructores  
1917-2017*

Leonor Ludlow y María Eugenia Romero Sotelo (coordinación)

México

Universidad Nacional Autónoma de México

Instituto de Investigaciones Históricas/Facultad de Economía

2019

592 p.

Cuadros

ISBN 978-607-30-1628-5

Formato: PDF

Publicado en línea: 13 de diciembre de 2019

Disponible en:

[http://www.historicas.unam.mx/publicaciones/publicadigital/libros/707/banco\\_constructores.html](http://www.historicas.unam.mx/publicaciones/publicadigital/libros/707/banco_constructores.html)

D. R. © 2019, Universidad Nacional Autónoma de México-Instituto de Investigaciones Históricas. Se autoriza la reproducción sin fines lucrativos, siempre y cuando no se mutile o altere; se debe citar la fuente completa y su dirección electrónica. De otra forma, se requiere permiso previo por escrito de la institución. Dirección: Circuito Mtro. Mario de la Cueva s/n, Ciudad Universitaria, Coyoacán, 04510. Ciudad de México



## **Cuarta parte**

### **De los años de crisis a los tiempos presentes, 1970-2017**



## EL BANCO DE MÉXICO Y LA POLÍTICA MONETARIA

CARLO PANICO

Facultad de Economía, UNAM

JUAN CARLOS MORENO-BRID<sup>1</sup>

Facultad de Economía, UNAM

### 1. Antecedentes históricos

El Banco de México es la institución responsable del diseño e instrumentación de la política monetaria en el país, si bien se ayuda de una serie de entidades regulatorias y de supervisión para buscar un mejor funcionamiento de la intermediación financiera. Un recorrido histórico sobre las estrategias e instrumentos que el Banco ha utilizado contribuye a una primera aproximación de cuál ha sido su enfoque e instrumentación de política monetaria. Sus orígenes se remontan a la Constitución de 1917 que ya en su artículo 28 reconocía la necesidad de dotar a México de un *Banco Único de Emisión* a operar “bajo el control del Gobierno”. Pocos años después, en 1925, el Banco de México comenzó sus actividades, disponiendo de las siguientes facultades o responsabilidades: *i)* emitir moneda; *ii)* regular la circulación monetaria, las tasas de interés y el tipo de cambio, y *iii)* actuar como agente y asesor financiero del Gobierno Federal.

En 1932 se publica su Ley Orgánica en la que formalmente se le otorgó una serie de nuevas funciones: prestar servicio de Tesorería al Gobierno Federal; centralizar las reservas bancarias; convertirse en “banco de los bancos” y prestamista de última instancia. En el período bélico, frente a las entradas de capitales que aumentaron la liquidez del sistema y la reserva monetaria, el Banco tuvo que moldear nuevas herra-

<sup>1</sup> Profesores de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México. El presente trabajo se apoya, extiende, revisa y actualiza algunas de las contribuciones hechas en Panico (2014).

mientas para contener la expansión monetaria. Entre ellas destacan las operaciones de mercado abierto, variaciones de la tasa de redescuento, el uso de la “persuasión moral”, el encaje legal y varias medidas para influir en la composición de las carteras de los bancos con el fin de contener la inversión especulativa.

Después de la guerra, el encaje legal y el control selectivo del crédito se utilizaron, además de para fines de regulación monetaria, para financiar el déficit público y favorecer el desarrollo económico. El uso de estos instrumentos fue particularmente exitoso durante 1955-1970, el llamado período del desarrollo estabilizador. En efecto, en ese entonces la política del banco central logró que se proporcionara crédito a actividades prioritarias, cooperó así con el Gobierno Federal a implementar la política industrial y, a la vez, contribuyó a aminorar el impacto adverso sobre la balanza de pagos proveniente de fluctuaciones de la economía mundial. La economía creció a tasa medias anuales de 6% con inflación muy baja. Es decir, se concretaron simultánea y eficazmente los objetivos de estabilidad -al abatir o mantener baja la inflación- y los de crecimiento económico. En el tabla 1 se muestra el importante logro en este lapso con relación a los dos objetivos de crecimiento económico y estabilidad nominal, es decir, baja inflación.

La inestabilidad en la actividad productiva y financiera, que comenzó a afectar la economía mundial y la mexicana en la década de 1970, obligó al Banco de México a dar atención prioritaria al control del valor interno y externo de la moneda, y a buscar la reestructuración del sistema financiero. En 1976, después de más de 20 años de tipo de cambio fijo, México depreció el peso frente al dólar de Estados Unidos en más de 50%. El descubrimiento de masivas reservas de petróleo detonó una bonanza en el país que duró hasta 1981, año en el que desequilibrios fiscales internos y un choque externo adverso en el mercado financiero internacional estallaron una crisis mayúscula de la economía mexicana, empujándola a círculos viciosos de depreciación inflación y escaso crecimiento. Para contrastar esta difícil situación, el Congreso de Estados Unidos Mexicanos reformó la Ley Orgánica del Banco de México en 1985, otorgándole la posibilidad de emitir títulos de deuda propios para efectos de regulación monetaria. Esto iba en línea con las tendencias de entonces en la conducción de la política monetaria en otros países. Pocos años después, entre 1988 y 1991, el Banco avanzó en la liberalización de la elección de cartera de las instituciones financieras, comprimiendo el uso de los controles administrativos del crédito para los objetivos de crecimiento de la economía y de estabilidad de las cuentas externas.

**Tabla 1. México: crecimiento del pib real e inflación, 1955-2008**  
(en porcentajes)

	Tasa media anual de crecimiento del PIB real	Tasa de inflación media anual
1955-1970	6.7	2.9
1971-1995	1.2	38.3
1996-2008	2.2	10.9
2009	-6.0%	4.0
2010-2014	1.8	3.5

Fuente: Banco de México, varios años y Moreno-Brid y Ros (2010, p. 140).

En la década de 1990 la liberalización de los mercados financieros y su expansión acelerada trajeron cambios mayores a nivel mundial en la organización y funcionamiento de los bancos centrales y por ende, en la conducción de la política monetaria. Al igual que muchos otros países, el Congreso de los Estados Unidos Mexicanos reforzó la autonomía del banco central y modificó en agosto de 1993 el artículo 28 de la Constitución de la forma siguiente:

...El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.

En diciembre, el Congreso promulgó una nueva reforma de la Ley Orgánica del Banco de México, que entró en vigor en abril de 1994 para regular el banco central en congruencia con las nuevas disposiciones constitucionales. En esa misma década, las autoridades mexicanas abandonaron la opción de una banca fundamentalmente nacional y abrieron la participación a bancos extranjeros. La apertura generó buenas expectativas en los círculos financieros internacionales por la elevada rentabilidad de la actividad bancaria en México. En muy poco tiempo, el crédito se internacionalizó. La participación del capital foráneo en el total de la banca, que en 1994 era de 5%, llegó a 52.4% en 1996 y a 82.3% en 2003. En los hechos, esto implicaba la virtual desaparición de la banca nacional. Esta tendencia se ha acompañado por una globalización de las operaciones de crédito de las empresas de gran dimensión, pero también un mucho más restringido acceso al crédito por parte de pequeñas y medianas empresas (véase Martínez, Sánchez y Werner, 2001; Lecuona Valenzuela, 2009; Levy Orlik, 2010; Ferraro y Goldstein, 2011; Garrido, 2011; Hernández y Villagómez, 2014).

2. *La independencia de la Banca Central y la perspectiva del Banco de México*

Los cambios en la Constitución y en la nueva Ley Orgánica señalaron los esfuerzos de México en aquellos años contra la inestabilidad y la inflación. La nueva Ley Orgánica aclaró el significado de “autonomía o independencia del banco central” y su marco jurídico. En la exposición de motivos de la iniciativa de esta ley, enviada al Congreso de la Unión por el Ejecutivo Federal, se identifican razones por las cuales es importante que las operaciones del banco central sean *prioritariamente* conducentes a la conservación del poder adquisitivo de la moneda nacional:

...La estabilidad de precios no se ha perseguido como un fin en sí mismo, sino como una condición necesaria, aunque no suficiente, para lograr en forma sostenible la equidad social y el desarrollo económico. Así lo expliqué ampliamente en la exposición de motivos de la iniciativa de reforma constitucional, en la que, como una salvaguardia contra el resurgimiento de la inflación, propuse dotar de autonomía al banco central. Tras de un cuidadoso análisis en el Constituyente Permanente, dicha propuesta fue aprobada, reformándose los artículos 28, 73 y 123 de nuestra Carta Magna.<sup>2</sup>

Esta proposición aclara que, para el legislador, la consecución de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda es una finalidad *prioritaria* (pero, no única) en la labor del banco central. Nótese, sin embargo, que ésta no es un fin en sí misma. Es tan solo una condición para lograr los objetivos de equidad social y desarrollo económico. El logro de estos dos últimos objetivos es central para el bienestar de los ciudadanos. Desde el punto de vista jurídico, la enunciación de motivos desempeña un papel clave en la interpretación de la reforma constitucional y de la Ley Orgánica, al punto que el Banco de México tendría que apegarse estrictamente a ella para realizar la intención del cuerpo legislador sobre un tema crucial para la vida de la sociedad.

Ahora bien, en sus documentos oficiales, el Banco de México interpreta el significado de autonomía en los términos siguientes:

...En términos prácticos, la autonomía del Banco de México implica que ninguna autoridad pueda exigirle la concesión de crédito, con lo cual se garantiza el control ininterrumpido del instituto central sobre el monto del dinero (billetes y monedas) en circulación. La finalidad de la autonomía es que la operación del banco central sea conducente a la conservación del poder adquisitivo de la moneda nacional.<sup>3</sup>

Esta afirmación ofrece una interpretación distinta de la finalidad original de su autonomía. De manera muy significativa Banco de México omite mencionar en ella a la

<sup>2</sup> <http://www.banxico.org.mx/disposiciones/marco-juridico/ley-del-banco-de-mexico/%7B08FAB2E7-C738-3567-5897-A27278267693%7D.pdf>.

<sup>3</sup> Banco de México, “Semblanza histórica”, Sección: *El Banco de México en la modernidad*, <<http://www.banxico.org.mx/acerca-del-banco-de-mexico/semblanzahistorica.html>>.

equidad social y al desarrollo económico. En el mismo documento, el Banco señala también que los pilares de su autonomía son las garantías legales, contenidas en la Constitución y en la Ley Orgánica vigente, que el monto de base monetaria en circulación sólo depende de las decisiones técnicas de su Junta de Gobierno, la formación de la Junta y las normas relativas a la duración, que la remoción y remuneración de sus miembros no afectan las decisiones técnicas, y finalmente que las normas administrativas a las que el funcionamiento del banco central está sujeto tampoco afectan estas decisiones.

### 2.1 *Distintas acepciones de independencia*

La interpretación del Banco de México encuentra algunos fundamentos en la literatura especializada, que ha identificado varios significados del término “autonomía o independencia del banco central” y distintas motivaciones para su existencia. Una primera acepción considera la capacidad del personal que participa en los organismos directivos del banco central de resistir a las presiones de los grupos políticos y económicos nacionales y extranjeros cuando toman decisiones de política monetaria. La literatura habla de *independencia del personal* de los bancos centrales y hace referencia a las normas relativas al nombramiento de los organismos directivos y a la duración, remoción y remuneración de sus miembros. Los artículos 38-44 y 49-50 de la Ley Orgánica vigente garantizan al Banco de México, como él mismo reconoce, este tipo de independencia.

Otra acepción considera la capacidad de un banco central de financiar su actividad con recursos propios, en lugar de depender de transferencias del sector público u otras entidades que pueden condicionar la toma de decisiones de sus organismos directivos, y de administrarlos siguiendo sus criterios. Se puede hablar en este caso de *independencia financiera* y *administrativa*. Como el Banco de México reconoce, las leyes vigentes garantizan estas prerrogativas. Finalmente, la *independencia técnica* de los bancos centrales es otra acepción que se encuentra en la literatura especializada. Ésta se refiere a la capacidad de un banco central de manejar la política monetaria, tomando en cuenta sólo su evaluación técnica y considerando lo que es más conveniente para toda la sociedad y no para una parte de ella. Esta forma de independencia se refuerza con las dos anteriormente mencionadas.

Para apreciar mejor estas consideraciones, cabe recordar que el desarrollo de las economías y de los sistemas financieros alcanzado a principios del siglo XX empujaba a las autoridades nacionales de muchos países a reconocer que la política monetaria es una actividad compleja que únicamente los técnicos especializados pueden conducir eficazmente. Las autoridades políticas aprendieron en estos años a *delegar* el

manejo de la política monetaria a un grupo de técnicos competentes. Los bancos de emisión se convirtieron en bancos centrales, asumiendo la responsabilidad de la conducción de esta parte de la política económica. En este empuño las normas jurídicas, abriéndose a la discusión sobre la independencia que los organismos directivos necesitan para actuar en el interés de toda la sociedad, atribuyeron gradualmente a los mismos los tres tipos de independencia o autonomía arriba mencionados.

La literatura especializada considera la asignación de estas tres formas de independencia a los bancos centrales como un proceso de *delegación* que prevé la identificación de funciones y objetivos claramente definidos, que un *Principal*, las autoridades políticas nacionales, *delega* a un *Agente*, el grupo de técnicos competentes en asuntos monetarios y financieros, para alcanzar resultados mejores para el bienestar de los ciudadanos. Casi todas las escuelas de pensamiento que han participado en los debates de política monetaria en el siglo XX han reconocido la necesidad de atribuir la independencia del personal, la independencia financiera y la independencia técnica a los organismos directivos de los bancos centrales. La escuela que ha dominado en las últimas décadas, denominada “Nuevo Consenso en Macroeconomía”, considera estas prerrogativas de los bancos centrales un punto fundamental de la conducción eficiente de la política económica. La escuela Keynesiana, que dominó el debate de política económica por años después de la segunda guerra mundial, también reconoció esta necesidad. El documento más importante de política monetaria de aquella época, el Informe Radcliffe publicado en 1960, describió al banco central como “un ejecutor altamente competente”. La única escuela de pensamiento que se opuso al reconocimiento de estas formas de independencia a los técnicos de los bancos centrales es el monetarismo. Milton Friedman propuso que las normas vigentes debían establecer una *regla fija* para la conducción de la política monetaria, en lugar de otorgar *discrecionalidad* a los técnicos de los bancos centrales, temiendo sus abusos y sus errores en la conducción de la política monetaria. Friedman (1962, pp. 50-51), afirmó: “Parafraseando a Clemenceau, el dinero es un asunto demasiado serio para dejarlo en las manos de los banqueros centrales” (traducción nuestra).<sup>4</sup>

## 2.2 La independencia sobre la emisión monetaria

Otra acepción que se encuentra en la literatura es la “*independencia sobre la emisión monetaria*”, que es la capacidad del banco central de controlar el monto de dinero en circulación. Esta independencia refuerza la independencia técnica porque fortalece la capacidad del banco central de tomar e implementar decisiones de política monetaria sin interferencias de entidades políticas o económicas, nacionales o extranjeras.

<sup>4</sup> Texto original: “To paraphrase Clemenceau, money is too serious a matter to be left to the Central Bankers”.

Como se ha argumentado en la sección 2, los documentos oficiales del Banco de México atribuyen gran relevancia a este tipo de independencia. Afirman que en el artículo 28 de la Constitución Mexicana se garantiza la autonomía del banco central porque reconoce su control ininterrumpido sobre el monto del dinero en circulación y porque aclara que ninguna autoridad podrá ordenarle la concesión de financiamiento.

Las posiciones en la literatura sobre el contenido más oportuno de esta forma de independencia son contrastantes. Por una parte, se reconoce que un uso laxo del financiamiento monetario del sector público produce efectos negativos para la estabilidad del valor adquisitivo de la moneda y, por ende, de la economía. Pero, por otra parte, se señala que por razones históricas y para el buen funcionamiento de la economía, la refinanciación del sector bancario y la financiación del sector público son funciones primarias de los bancos centrales. Siguiendo estas indicaciones, las leyes que han gobernado desde su comienzo la actividad del Banco de México, como se dijo arriba, han reconocido la importancia de estas funciones. Tiende a veces a olvidarse que contribuciones académicas importantes consideran el manejo de la deuda pública como una parte fundamental de la conducción de la política monetaria. Pero, haciendo referencia a la experiencia de América Latina entre 1982 y 2002 y a la reciente crisis de deuda en la Unión Monetaria Europea, se afirma que los fallos en el manejo de esta función pueden generar crisis financieras (véase Calvo, 1988; Calvo y otros, 2003; Eichengreen y otros, 2005; De Grauwe, 2011a, 2011b, 2011c). Éstas, a su vez, producen efectos negativos sobre el crecimiento y la distribución del ingreso.

Los valores gubernamentales representan un componente importante del activo de las instituciones financieras al ser una fuente de refinanciación rápida y sin pérdidas. Por esta razón, la literatura llama “reservas de segunda línea” a los valores gubernamentales en las hojas de balance de las instituciones financieras. Éstas pueden beneficiarse de dicha oportunidad si los valores gubernamentales tienen un elevado nivel de liquidez, es decir, si sus tasas de interés y precios de mercado son estables en el tiempo. La estabilidad depende de la existencia de mercados secundarios robustos de deuda pública y de la presencia en ellos de un comprador de gran tamaño, como el banco central con capacidad de responder a los ataques especulativos. Hay que tomar en cuenta que las fluctuaciones de las tasas de interés y de los precios de los valores gubernamentales transforman la inversión de las instituciones financieras en ellos en una suerte de “inmovilización”. Es decir, convierten a este componente de sus hojas de balance en una fuente de pérdidas que disminuyen la solidez de las empresas y no les permiten realizar sus actividades en condiciones normales. La estabilidad de las tasas de interés y de los precios de los bonos gubernamentales asegura entonces el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, que los bancos centrales deben cuidar para evitar crisis financieras y garantizar “la equidad

social y el desarrollo económico”. Esto último es precisamente lo que todo legislador consideraría que debes ser la finalidad última de toda política económica.

A fin de fortalecer esta función de los bancos centrales, los acuerdos de Bretton Woods introdujeron controles sobre los movimientos internacionales de capital. Los acuerdos reconocen que la emisión monetaria se realiza por dos canales nacionales de creación-destrucción de base monetaria –uno para la refinanciación del sector bancario y el otro para la financiación del sector público– y de un canal externo para la financiación de los movimientos corrientes y de capital de la balanza de pagos. Con base en ello, trataron de contener los movimientos especulativos internacionales de capital, que se pueden reflejar en variaciones repentinas y de elevado tamaño en las reservas oficiales y en la base monetaria del país. Desde esta perspectiva, las restricciones a las transacciones financieras internacionales aumentan la capacidad de los bancos centrales de controlar el canal externo de emisión monetaria y permiten orientar la política económica y el manejo de los canales nacionales hacia la consecución de los objetivos internos de estabilidad, crecimiento, empleo y equidad social.

Los resultados logrados en la época de Bretton Woods (1946-1971) en términos de crecimiento, estabilidad fueron muy positivos. La Comisión dirigida por Paul Volker, que en 1994 celebró con la presentación de un Informe los 50 años de la conferencia de Bretton Woods, señaló que la tasa media anual de crecimiento real del Producto Interno Bruto (PIB) de los países industrializados, en los 25 años de duración de los acuerdos, fue el doble de la de los 22 años subsiguientes. La información estadística presentada por Bordo (1993), pp. 7-11, también muestra que la tasa anual promedio de crecimiento real del PIB en los países del G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) fue de 4.2% en el período 1946-1970 y de 2.2% en el lapso 1974-1979. Los datos de la tasa anual promedio de crecimiento real del PIB, presentados en el tabla 1, confirman que también en México los resultados logrados en los años del “desarrollo estabilizador”, en la era Bretton Woods, fueron muy positivos.

Los acuerdos no pusieron restricciones explícitas al financiamiento monetario del sector público. Sin embargo, los parlamentos nacionales y otros acuerdos entre las autoridades de política económica introdujeron varias medidas alternativas para limitar la dependencia de la emisión monetaria de las necesidades de este sector. En México, por ejemplo, en los años del desarrollo estabilizador, el uso de los controles selectivos del crédito aseguró la cooperación entre las autoridades monetarias y fiscales para la consecución de los objetivos comunes y, entre ellos, una baja tasa de inflación (véase la sección 1 y la literatura sobre los logros de este período, como Fernández Hurtado, 1976; Izquierdo, 1995; Ortiz-Mena, 1998).

La liberalización de los mercados de capitales y de crédito que a nivel internacional empezó en la década de 1970 –y la subsecuente expansión del sector financiero–

cambiaron radicalmente la situación. En primer lugar se desvaneció completamente la capacidad de los bancos centrales de controlar el canal externo de creación-destrucción de la base monetaria y con ello se debilitó su fuerza para orientar la política monetaria hacia la consecución de objetivos nacionales. La mayor dependencia de la emisión monetaria de decisiones de agentes y operadores extranjeros hizo necesario aumentar la capacidad de los bancos centrales de controlar los canales nacionales de emisión monetaria para reducir la exposición de la economía a ataques especulativos. En consecuencia, y contrariamente a lo que como afirman los documentos del acervo histórico del Banco de México, la razón principal por la cual la política económica ha tenido que restringir drásticamente la financiación monetaria del sector público no es la necesidad de aumentar la independencia del banco central para evitar la inflación. Más bien surge de la necesidad de minimizar los efectos adversos sobre la economía nacional procedentes de la pérdida de control del canal externo de emisión monetaria. La experiencia para México de la era Bretton Woods, durante el desarrollo estabilizador –con el uso del encaje legal y de los controles selectivos de crédito para controlar la inflación y ayudar al crecimiento– refuerzan esta conclusión.

Empero, las leyes que en décadas recientes han restringido la financiación monetaria del sector público no han aumentado la capacidad de los bancos centrales de controlar la emisión monetaria. Como se argumentó, al desaparecer el control del canal externo se minó la independencia de los bancos centrales sobre la emisión monetaria. Las restricciones legales a la refinanciación monetaria del sector público han aumentado la capacidad de Banco de México de resistir presiones políticas sobre la conducción de su política; lo que refuerza su credibilidad en los mercados financieros y, por ende, disminuye el riesgo de ataques especulativos contra la economía mexicana por parte de los operadores internacionales. Pero con mayor dependencia de decisiones de los operadores financieros externos se mermó notablemente su capacidad de fomentar la consecución de los objetivos nacionales de política monetaria respecto a la época de Bretton Woods.

### *2.3 Independencia sobre objetivos y prioridades*

Para completar la reflexión previa sobre la autonomía, cómo es y cómo la entiende el Banco de México, cabe hacer referencia a otra acepción frecuente en la literatura: “independencia sobre objetivos y prioridades” entendida como la potestad de los bancos centrales de establecer las variables, el nivel que representan y su, por así decirlo, peso relativo como objetivos de la política monetaria. Ejemplos típicos son establecer el nivel de la tasa de inflación o definir las prioridades en la lucha contra la inflación, la volatilidad financiera y el desempleo.

Rogoff (1985) –pionero de la llamada “literatura del diseño institucional” en la cual las relaciones entre las instituciones de política económica se delinearán con el método de la racionalidad económica– afirma que la “independencia sobre objetivos y prioridades” es fundamental en la conducción de la política monetaria. Así, considera que el nombramiento de un banquero central “conservador”, definido como un alguien que tiene un temor a la inflación más alto que el elector mediano, hace aumentar el bienestar social. El debate no se hizo esperar. Contra la posición de Rogoff surgieron críticos para manifestar la preocupación de asumir responsabilidades que competen a los organismos democráticamente elegidos. Dos Premios Nobel, Tobin (1994) y Samuelson (1994), además de otros autores, evidenciaron que la postura de Rogoff viola los principios de la democracia representativa porque, con base en una idea abstracta de bienestar social, propone una organización institucional que sistemáticamente niega el valor de las preferencias de los electores y pasa por alto que la reglas de la democracia implican el respeto a sus procedimientos (véase Bowls y White, 1994; Blinder, 1996, 1997a, 1998; Briault, Aldane y King, 1996; De Haan, 1997; Eijffinger y Hoeberichts, 2000).

Según el ex-Presidente de la *Federal Reserve*, Alan Greenspan (1996), si los bancos centrales adquirieran la independencia sobre objetivos y prioridades, tendrían también la obligación de rendir cuentas a la sociedad sobre este punto, obligación que en caso contrario correspondería a las entidades políticas. Para él, “...en una sociedad democrática no se puede aceptar que se otorguen importantes responsabilidades sociales a un grupo de individuos no elegidos, sin que ellos tengan que ser sometidos a un completo escrutinio y rendición de cuentas por parte del público...”<sup>5</sup> Además, el banco central no puede ser menos transparente frente a los ciudadanos que las otras entidades de gobierno.

Por esta y otras razones, en muchos países las leyes vigentes no otorgan esta forma de independencia a los bancos centrales. Las reformas en la década de 1990 de importantes bancos centrales, como el Banco del Reino Unido, han dejado a entidades democráticamente elegidas la fijación de la tasa de inflación y de las prioridades sobre distintos objetivos. Estas reformas han seguido las siguientes posturas: primero, las decisiones de mayor relevancia para la vida de una sociedad no pueden ser tomadas por organismos técnicos no elegidos democráticamente; segundo, el proceso de *delegación*, en el que consiste el otorgamiento de la independencia a un banco central, puede prever autonomía sobre la parte técnica, no sobre los resultados que la sociedad y las autoridades políticas quieren conseguir. Permaneciendo en esta línea, también las normas que reglamentan la actividad de la *Federal Reserve* en Estados

<sup>5</sup> Texto original “It cannot be acceptable in a democratic society that a group of unelected individuals are vested with important responsibilities, without being open to full public scrutiny and accountability”.

Unidos siguen indicando que el banco central debe perseguir objetivos de inflación y de empleo según lo que indiquen las autoridades políticas nacionales.

Al contrario, en el área del euro, el Banco Central Europeo fija la tasa de inflación y las prioridades sobre los distintos objetivos que la política monetaria debe perseguir. El otorgamiento de esta forma de independencia al Banco Central Europeo se justifica con la falta en la zona euro de un parlamento supranacional con los mismos poderes de los parlamentos nacionales y de una autoridad fiscal supranacional que pueda coordinarse directamente con las autoridades monetarias. El Banco de México análogamente al Banco Central Europeo, establece la tasa de inflación y las prioridades sobre los distintos objetivos que la política monetaria debe perseguir (véase Banco de México, “Semblanza histórica”, Sección: *La crisis financiera de 1995 y el esfuerzo de estabilización* <<http://www.banxico.org.mx/acerca-del-banco-de-mexico/semblanza-historica.html>>). De esta forma, en 1995 y 1996 el Banco de México propuso cumplir con la inflación estimada en los acuerdos firmados con el Gobierno Federal. Luego propuso autónomamente la tasa de inflación objetivo. El Banco de México entonces goza de esta forma de autonomía, que le permite señalar a los operadores de los mercados financieros su firme liderazgo en la conducción de la política monetaria. Como ya se señalaba en las conclusiones de la sección anterior, hablando de las restricciones a la financiación del sector público, estas prerrogativas pueden servir al Banco de México para reforzar su credibilidad en los mercados financieros y, por ende, fortalecer su capacidad para enfrentarse con la especulación financiera internacional y minimizar los daños a la economía mexicana procedentes de la liberalización de los mercados.

La diversidad de soluciones en las normas vigentes en distintos países refleja la historia de cada uno de ellos y las diferentes posturas que han perdurado y que todavía existen en la literatura sobre los objetivos finales de la política monetaria. En las cuatro décadas siguientes a la segunda guerra mundial, la postura que ha prevalecido afirma que todas las autoridades de política económica, independientemente de su especialización en el campo monetario, fiscal, industrial, etc.; comparten el mismo conjunto de objetivos finales que garantiza la “estabilidad económica nacional”. Esta comprende la estabilidad del valor adquisitivo de la moneda, la solidez de las instituciones financieras, el crecimiento económico, un nivel elevado y estable de empleo, un mejor nivel de vida y una distribución del ingreso igualitaria, una balanza de pagos equilibrada, el resguardo de las reservas oficiales, algunas contribuciones al desarrollo mundial (véase *Informe Radcliffe*, sección 69). Esta postura se encuentra expresada con fuerza en un escrito del Premio Nobel Paul Samuelson (1956) que, al intervenir en un debate entre la *Federal Reserve* y la Secretaría de Hacienda de Estados Unidos, afirma que no es posible separar los objetivos finales de la política económica, al atribuir la responsabilidad del crecimiento y del pleno empleo a las autoridades fiscales

y la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda a las autoridades monetarias. Los objetivos son entrelazados entre sí y las autoridades monetarias, y las otras autoridades de gobierno deben cooperar para conseguir la “estabilidad económica nacional”:

...Sin entrar en los detalles de la disputa entre Hacienda y la *Federal Reserve*, cabe afirmar en forma dogmática que la Secretaría de Hacienda y el Banquero Central deben estar igualmente preocupados por la estabilidad nacional... No existe ningún choque legítimo entre las políticas de Hacienda y del Banco Central: ambas deben ser unificadas y coordinadas para alcanzar las necesidades generales de estabilización de la economía y es impensable que estas dos grandes agencias pudieran tener funciones separadas o trabajar con objetivos contrapuestos (en particular no tiene sentido creer, como muchos expertos en política monetaria argumentaban, que la política fiscal tiene como objetivo la estabilización del empleo y la reducción del desempleo, mientras la política monetaria tiene como objetivo la estabilización de los precios. En comparación con la política fiscal, la monetaria no tiene mayor eficacia sobre los precios que sobre el nivel de actividad) ... Ya afirmé que Hacienda y el Banco Central deben coordinarse entre ellos para lograr la estabilidad nacional, y por esta razón estoy poco interesado en una división de labor entre estas instituciones (Samuelson, 1956, pp. 14-15; traducción nuestra).<sup>6</sup>

En la década de 1970 empezaron a prevalecer las posiciones monetaristas en política económica, mismas que gradualmente dieron lugar a una concepción distinta sobre los objetivos finales de las autoridades de política económica. El 4 de octubre de 1979, la *Federal Reserve* anunció un cambio en los procedimientos operativos de la política monetaria y la adopción del llamado “experimento monetarista”. Entre otros cambios, se postuló que las autoridades monetarias deben perseguir objetivos finales distintos a los de las autoridades fiscales y concentrarse sólo sobre la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. A inicios de 1982, el experimento monetarista fue abandonado por su fracaso, reconocido por la casi totalidad de los economistas (véase Musella y Panico, 1995). Cobham (1992, p. 266), un autor que había contribuido con Friedman en los años anteriores a la construcción del monetarismo, definió la

<sup>6</sup> Texto original: “I do not wish to go into the merits of the struggle between the Treasury and Federal Reserve. Let me simply state dogmatically that the Secretary of the Treasury should be just as concerned for the nation’s stability as the Central Banker. ...there is no legitimate clash between Treasury and Central Bank policy: they must be unified or coordinated on the basis of the over-all stabilization needs of the economy, and it is unthinkable that these two great agencies could ever be divorced in functions or permitted to work at cross purposes. (In particular, it is nonsense to believe, as many proponents of monetary policy used to argue, that fiscal policy has for its goal the stabilization of employment and reduction of unemployment, while monetary policy has for its goal the stabilization of prices. In comparison with fiscal policy, monetary policy has no differential effectiveness on prices rather than on output) ... I have already asserted that the Treasury and Central Bank have to be coordinated in the interests of national stability, so I am little interested in the division of labor between them” (Samuelson, 1956, pp. 14-15).

idea de separar netamente los objetivos y las funciones de las autoridades monetarias y fiscales como “una aberración de los primeros años ochenta”. Desde entonces, los técnicos de los bancos centrales han manejado la política monetaria en un marco pragmático, que la literatura ha descrito y formalizado sucesivamente, proponiendo un esquema denominado Objetivo de Inflación (*Inflation targeting*). Según este esquema, el objetivo prioritario, pero no único, de la política monetaria es la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda; los otros objetivos finales, incluso el pleno empleo, también son perseguidos por las autoridades monetarias, como muestra la famosa “regla de Taylor”, que describe la ecuación de comportamiento de los bancos centrales en un régimen de Objetivo de Inflación, según el orden de prioridad decidido por las autoridades competentes.

En línea con lo descrito en esta sección, el Banco de México, después de haber perseguido la “estabilidad económica nacional” y haber logrado resultados satisfactorios en el período del desarrollo estabilizador, ha abandonado gradualmente la postura de aquellos años para moverse hacia el régimen de Objetivo de Inflación. En la conducción de su política el Banco de México establece la tasa de inflación y las prioridades entre los distintos objetivos. Privilegia la estabilidad del valor adquisitivo de la moneda, pero no deja de implementar, *cuando lo considera oportuno y necesario*, “sus propias medidas encaminadas específicamente a contrarrestar la contracción de la actividad económica” (Banco de México, “Semblanza histórica”, Sección: *El Banco de México frente a la crisis financiera mundial de 2008-2010* <<http://www.banxico.org.mx/acerca-del-banco-de-mexico/semblanza-historica.html>>).

Con la independencia sobre objetivos y prioridades, las leyes vigentes atribuyen al Banco de México una responsabilidad que otros importantes bancos centrales no tienen. Cuando fue Presidente de la *Federal Reserve*, Greenspan (1996), manifestando su aversión a que su banco central asumiera esta responsabilidad, afirmó que la independencia debe encontrar un límite en la congruencia con lo que los electores consideran aceptable. Por esta razón, es oportuno que las decisiones fundamentales para la vida de una sociedad competan a los representantes de los electores en el parlamento, que por ellas serán políticamente juzgados, y no a los técnicos de los bancos centrales.

Hablando del Banco Central Europeo, otros autores (véase Pisani-Ferry, 2002 y De Grauwe, 1998) han señalado que, fijando las prioridades entre los objetivos finales, las decisiones de este banco central adquieren un contenido marcadamente político y se arriesgan a ser percibidas por los ciudadanos como las principales responsables de la política económica y, por ende, como las culpables de todo lo que no funciona en la economía, lo que puede resultar en un conflicto grave con la opinión pública.

El Premio Nobel Joseph Stiglitz (1998, pp. 216-218), traducción nuestra, ha recalcado enfáticamente el carácter complejo de este punto:

...la separación entre conocimiento técnico y juicios de valores no es tan clara como a veces se presenta... Los juicios de valor sesgan lo que parece ser un análisis técnico [y] tienden a imponerse en las discusiones que tuvieran que ser meramente «positivas» sobre la compensación entre la inflación y el desempleo...<sup>7</sup>

En el caso de la política monetaria, este problema es particularmente relevante porque: ... las decisiones de los bancos centrales no son exclusivamente técnicas; más bien, implican una compensación, es decir, un juicio sobre si vale la pena arriesgar una mayor inflación para tener los beneficios de un menor desempleo. Estas compensaciones implican juicios de valor...<sup>8</sup>

Haciendo referencia a su experiencia en el Council of Economic Advisors del Presidente Clinton, Stiglitz señala que la misma información estadística es interpretada diferentemente por el Council y por la Federal Reserve. Esta institución sistemáticamente propone una visión restrictiva de las posibles compensaciones entre inflación y desempleo. Para Stiglitz, las diferencias de interpretación dependen de los criterios de selección del personal seguidos por los bancos centrales pues logran escasa participación de personas que representen los intereses de la mayoría de los ciudadanos en los Comités de Política Monetaria.

La independencia sobre objetivos y prioridades puede permitir al Banco de México reforzar la credibilidad de sus intervenciones en los mercados financieros, fortalecer consecuentemente su capacidad para enfrentarse con los movimientos especulativos internacionales de capital y defender a la economía y a los ciudadanos de la inestabilidad que estos movimientos generan. Sin embargo, con este tipo de independencia, el Banco de México ha asumido competencias que corresponden a los organismos democráticamente elegidos y ha modificado la naturaleza de su actividad. Sus decisiones han adquirido un contenido netamente político y sus responsabilidades frente a los ciudadanos y a la comunidad internacional han crecido imponiéndole el deber de rendición de cuentas y de cumplir con las obligaciones que las instituciones públicas de México tienen para el respeto a los derechos humanos.

<sup>7</sup> Texto original: "The separation of technical expertise from value judgements is not as clear as is sometimes depicted ... The bias values imparts to what is ostensibly technical analysis [and] often assert themselves in what should be purely «positive» discussions of the trade-off between inflation and unemployment" (Stiglitz, 1998, pp. 217-218).

<sup>8</sup> Texto original: "the decisions made by the central bank are not just technical decisions; they involve trade-offs, judgments about whether the risks of inflation are worth the benefits of lower unemployment. These trade-offs involve values" (Stiglitz, 1998, pp. 216-217).

### 3. *Credibilidad del banco central y búsqueda del consenso de los mercados*

La apertura y expansión de los mercados financieros incentivan a las autoridades de política económica a difundir la idea de que pueden perseguir coherente y decididamente políticas que los mercados financieros valoran positivamente. (M. King 1995). La literatura asocia la búsqueda del consenso de los mercados con el fomento de la “credibilidad” de las autoridades de política económica frente a los operadores (véase Blinder, 1997a y 2004; Forder, 2004, y Buitert, 2008). La búsqueda de dicho consenso ha devenido piedra angular de la política económica y ha favorecido la adopción de objetivos monetarios preestablecidos, de anclas nominales en la política monetaria, de balances estructurales de la administración pública iguales a cero, de reducciones del gasto público. Sin embargo, el concepto de credibilidad no se puede limitar a la persecución de políticas que los mercados valoren positivamente. La credibilidad es un concepto más complejo que está también relacionado a la “reputación” de las autoridades.

En este aspecto, cabe afirmar que la búsqueda de tal tipo de credibilidad puede haber influido en que Banco de México haya adoptado una independencia sobre objetivos y prioridades –potestad que otros importantes bancos centrales carecen– y que ha favorecido: i) los cambios de 1993-1994 en la Constitución Mexicana y en la Ley Orgánica del Banco de México encaminados a restringir el financiamiento del sector público con emisión de base monetaria; y ii) la introducción en 2006 de la Ley Federal de Presupuesto y de Responsabilidad Hacendaria, que formalizó la centralidad de la política monetaria en la conducción de la política económica y la drástica reducción del papel de la política fiscal.

Estas revisiones del marco legislativo e institucional mexicano se pueden considerar como una respuesta “favorable a las condiciones solicitadas por los mercados” (*market friendly*) sobre la organización de la política económica. El mismo Banco de México (véase “Semblanza histórica”, Sección: *La crisis financiera de 1995 y el esfuerzo de estabilización* <<http://www.banxico.org.mx/acerca-del-banco-de-mexico/semblanza-historica.html>>) hace referencia a esta búsqueda del consenso de los mercados financieros hablando del esquema de política monetaria que ha elegido.

### 4. *Mecanismos de transmisión de política monetaria y el régimen de Metas de Inflación de las décadas recientes*

Antecedente importante hacia la adopción del régimen de metas de inflación en nuestro país fue la crisis de balanza de pagos de 1994-1995. Marcó un hito en la política monetaria y cambiaria de nuestro país en la medida que la depreciación mayúscula de

la paridad frente al dólar rompió el esquema que se venía siguiendo por años de uso del tipo de cambio nominal como ancla de las expectativas inflacionarias. Primeramente, y en concordancia con la práctica convencional de ese entonces, se pasó a un esquema de uso de agregados monetarios para cimentar las expectativas de inflación de acuerdo a las metas del gobierno. Para controlar el nivel general de precios, el Banco de México usó entre 1995 y 2007 un mecanismo llamado Sistema de Saldos Acumulados o “corto”. Mediante el uso de este mecanismo el Banco llegó gradualmente a usar una tasa de interés de referencia (la tasa de fondeo interbancario a un día). A partir de abril de 2004 el Banco anunció esta tasa de interés de referencia y homologó sus operaciones con las de muchos otros bancos centrales (véase Banco de México, “Semblanza histórica”, Sección: *La crisis financiera de 1995 y el esfuerzo de estabilización* <<http://www.banxico.org.mx/acerca-del-banco-de-mexico/semblanza-historica.html>>). El esquema fue modificándose gradualmente hacia el de Metas de Inflación. El anuncio oficial de la adopción de este esquema se hizo en el Programa Monetario para 2001. Sin embargo, el Banco había empezado a establecer metas anuales para la inflación y había afianzado instrumentos de transparencia y de rendición de cuentas a partir de 1996.

¿En qué consiste dicho esquema? Como lo expresa de manera sucinta Mishkin (2000),

El esquema de metas de inflación involucra cinco elementos fundamentales: 1) el anuncio público de metas numéricas para la inflación de mediano plazo; 2) un compromiso institucional con la estabilidad de precios como el principal objetivo de largo plazo de la política monetaria y con su consecución; 3) una estrategia de información incluyente en la cual muchas variables y no sólo los agregados monetarios son utilizadas para tomar las decisiones de política monetaria; 4) mayor transparencia de la política monetaria mediante comunicaciones con el público y con los mercados sobre los planes y objetivos de las autoridades monetarias; y 5) mejor rendición de cuentas del banco central sobre el logro de objetivos de inflación.<sup>9</sup>

En la práctica el esquema implica contar con mediciones diferentes de la inflación, a fin de “separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios. Pregunta inmediata es ¿Cómo se relaciona esta política con la autonomía de la Banca Central? Justamente dicha autonomía es uno de los aspectos institucionales indispensables en la conducción política económica, sin el cual se pone en seria duda –no sólo el éxito de

<sup>9</sup> En contraste el propio autor considera que la estrategia de metas monetarias está definida por los tres elementos siguientes: “1) confianza en la información que proporciona un agregado monetario para fines de la conducción de la política monetaria, 2) el anuncio de metas para los agregados monetarios, y 3) la adopción de algún mecanismo de rendición de cuentas para evitar desviaciones significativas y sistémicas de las metas monetarias.”

este esquema— sino la credibilidad y eficacia de la política monetaria. Según Cukierman (1992) y Blinder (1998), un banco central es creíble cuando sus declaraciones son reconocidas como fundadas. Esta calidad se adquiere a través de comportamientos coherentes a los anuncios dados y repetidos en el tiempo por los bancos centrales en la conducción de la política monetaria. Se creía que un banco central firmemente comprometido con los objetivos establecidos mantiene un buen control de los mercados aun cuando los resultados sean adversos o sus procedimientos operativos cambien. La credibilidad aumenta la probabilidad que las decisiones del banco central afecten las expectativas de los operadores financieros y tengan su consenso.

Asimismo, la transparencia es indispensable para el buen funcionamiento de la política monetaria. Al dar lugar a que las autoridades monetarias den a conocer y aclaren las razones de sus elecciones sobre temas críticos, permite que los diversos operadores de mercado tomen estas decisiones o elecciones como punto de referencia en la formación de sus propias expectativas y, a la vez, podría en principio garantizar que los ciudadanos verifiquen y tengan elementos para controlar que la conducción discrecional de la política monetaria sea coherente con las metas más grandiosas de desarrollo económico y social. En los hechos, los países que han adoptado el esquema de Objetivos de Inflación han otorgado a sus bancos centrales elevados grados de independencia técnica del personal, financiera y administrativa, y aun las normativas nacionales presentan algunas diferencias. En cuanto a la independencia sobre la emisión monetaria, los bancos centrales de todos los países han perdido en años recientes el control sobre el canal externo de creación-destrucción de la base monetaria y han aumentado el control sobre el canal relativo a la financiación del sector público. Sin embargo, la capacidad de controlar la financiación al sector público ha sido mayor en algunos países que en otros.

En el área del euro, las normas sobre la financiación del sector público son muy rígidas. Los tratados de la Unión, por ejemplo, prohíben la compra de valores gubernamentales en las subastas de emisión y los saldos negativos de las cuentas corrientes de las Secretarías de Hacienda en los Bancos Centrales Nacionales. El Banco Central Europeo ha aclarado sólo recientemente, es decir, el 14 de mayo de 2010, cuando ha introducido el *Securities Markets Programme* para contrastar la crisis de deuda soberana de algunos países, que la compra de valores gubernamentales en los mercados secundarios por parte de los bancos centrales de la eurozona no contradice los tratados de la Unión y el estatuto del Sistema Europeo de los Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. En México, al contrario, en el artículo 9 de la Ley Orgánica vigente se prohíbe la adquisición por parte del banco central de valores gubernamentales, excepto cuando dicha adquisición corresponda a las posturas del mismo Banco de México en las subastas de emisión y sean por un monto no mayor al valor de los bonos gubernamentales que se han vencido en el día de la subasta. Además,

en el artículo 12 se prohíbe que el saldo de la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación en el banco central exceda el límite de 1.5% de las erogaciones previstas en el Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio de que se trate. La ley mexicana entonces prevé prohibiciones menos rígidas para el financiamiento del sector público que aquella de la zona euro.

Finalmente, hay divergencias entre los distintos países sobre la adopción de las independencias sobre objetivos y prioridades. En el Reino Unido, el nivel de las variables que son objetivos de la política monetaria y las prioridades atribuidas a los distintos objetivos se deciden por los parlamentos nacionales, respetando el principio que las decisiones más importantes para una comunidad competen a los organismos democráticamente elegidos y que sólo el seguimiento de objetivos ya establecidos por los parlamentos puede ser delegado a entidades técnicas no elegidas. Al contrario, el Banco de México fija objetivos y prioridades, gozando de prerrogativas, pero también asumiendo responsabilidades que otros bancos centrales, en particular aquellos de los países ricos y con centros financieros importantes, no tienen. Esta elección del ordenamiento mexicano permite señalar a los operadores financieros el firme liderazgo del Banco de México en la conducción de la política monetaria con el objetivo de incrementar su credibilidad.

El problema del consenso de los operadores presenta algunos elementos de ambigüedad. La búsqueda del consenso puede incentivar a que el banco central adopte medidas que favorezcan a las instituciones financieras, pero que no sean las más convenientes para el bienestar de los ciudadanos. Un banco central sin una reputación firmemente establecida, por ejemplo, puede abocarse hacia las medidas más populares entre los operadores financieros o hacia aquellas que no encuentran la oposición de las empresas financieras más poderosas, aun cuando estas medidas favorecen los ingresos de los sectores financieros y desfavorecen el bienestar y los derechos de los ciudadanos. La complejidad de estos temas institucionales evidencia que es esencial que, en la práctica, la transparencia en la conducción de la política monetaria sea eficaz y que las leyes impongan formas de rendición de cuentas que efectivamente permitan tanto a los parlamentos nacionales ejercer sus funciones de control como a los ciudadanos participar y entender si las instituciones públicas están cuidando sus derechos y están cumpliendo con las obligaciones que han suscrito a nivel internacional.

#### *4.1 Transparencia en el esquema de Objetivo de Inflación*

El esquema de Objetivo de Inflación ha sido descrito como uno de “discrecionalidad acotada por la transparencia”. La mayoría de los países que han adoptado este esquema ha introducido tres grupos de medidas de transparencia: *i)* Auditorías de los bancos centrales en el parlamento nacional; *ii)* Presentación de informes del banco

central a las autoridades democráticamente elegidas, y *iii*) Publicación de minutas de las reuniones de los organismos directivos de los bancos centrales.

Hay diferencias entre los distintos países en cuanto al aparato normativo o regulatorio de las formas o ámbitos de transparencia que deben marcar a la política monetaria. En países como el Reino Unido, la atención a la rendición de cuentas es muy alta. En ellos, las leyes definen rigurosamente el contenido de los informes que los bancos centrales deben presentar al parlamento para asegurar que contengan la información relevante para evaluar si la conducción de la política monetaria está actuando en concordancia con los objetivos establecidos y de los intereses de los ciudadanos. Por ello, en el Reino Unido que a juicio de las disposiciones legales –y no de los bancos centrales– identificar con rigor analítico las preguntas que deben ser atendidas por los informes. Así, por ejemplo, La Ley de Reforma del Banco del Reino Unido de la década de 1990 prevé la publicación trimestral de un Informe sobre la inflación (*Inflation Report*) que identifique y explique ¿qué factores han tenido mayor influencia sobre la tasa de inflación?, ¿Cuáles han sido las proyecciones y previsiones de los modelos analíticos usados por el banco central?, ¿Cuáles son las limitaciones y supuestos principales detrás de dichos modelos? ¿Con qué grado de confianza se pueden aceptar estas proyecciones?, ¿Con qué criterios se han elegidos los valores de las “variables informativas” e “instrumentales” del modelo? Asimismo, la reforma prevé la publicación de las minutas de las reuniones de los organismos directivos del banco central y aquellas de las reuniones del banco central con la Secretaría de Hacienda.

En México las normas relativas a la transparencia de la política monetaria son las siguientes. En el artículo 51 de la Ley Orgánica vigente se prevé que el Banco de México envíe al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión lo siguiente: *i*) Un informe trimestral sobre la inflación, la evolución económica y el comportamiento de los indicadores económicos del país, *ii*) En enero de cada año, presente una exposición sobre la política monetaria a seguir por la Institución en el ejercicio respectivo, *iii*) En abril de cada año, debe dar a conocer un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el segundo semestre del ejercicio inmediato anterior y, en general, sobre las actividades del Banco en el conjunto de dicho ejercicio, en el contexto de la situación económica nacional e internacional, y *iv*) Presentar en septiembre de cada año, un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio de que se trate. En el artículo 52 de la misma Ley se establece que cualquiera de las Cámaras del Congreso de la Unión podrá citar al Gobernador del Banco de México para que rinda informes sobre las políticas y actividades de la institución. Finalmente, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 27 de mayo de 2011, el Banco de México ya publica las minutas de las reuniones de la Junta de Gobierno.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Véase <<http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/politica-monetaria/minutas-de-las-decisiones-de-politica-monetaria/index.html>>.

Las principales diferencias entre las leyes mexicanas y aquellas que norman la transparencia de la política monetaria en el Reino Unido radican en la falta de publicación de las minutas de las reuniones entre el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y en las disposiciones sobre el contenido de los informes. Al contrario de lo que ocurre en el Reino Unido, la ley mexicana no especifica a qué preguntas los informes del banco central deben contestar. El contenido de los informes es decidido por el mismo Banco de México. Esta norma vuelve laxa la rendición de cuentas del banco central mexicano, a pesar de que el banco central goza de formas de independencias más amplias, como aquella sobre objetivos y prioridades, con respecto a su equivalente inglés.

Cabe notar también que la Ley fija que el Banco de México debe presentar informes no solo sobre la inflación sino también sobre la evolución de indicadores macroeconómicos seleccionados del país. En principio, esta disposición permite a los ciudadanos conocer como el banco central va hallando un equilibrio entre el control de mercados financieros extremadamente poderosos y el respeto de los derechos humanos. Es un tipo de rendición de cuentas que resulta adecuada, por la mayores responsabilidades que tiene el Banco de México frente a los ciudadanos con relación a otros bancos centrales, y necesaria, por la falta de soporte científico a las conjeturas que hoy dominan en la retórica de los medios de comunicación sobre la conducción de la política económica y por los resultados negativos que las liberalizaciones han producido desde la década de 1970 en el crecimiento, el empleo, la distribución del ingreso y la equidad social. Lamentablemente, el contenido de los informes que el Banco de México ha presentado hasta ahora se centra principalmente sobre la inflación y no presta suficiente atención a los demás problemas estructurales o que bloquean el desarrollo. En cierto sentido, los informes reflejan la convicción del Banco de México que en una economía de mercado como la mexicana, la política monetaria y hasta cierto punto también la fiscal no tienen capacidad de incidir en la senda de crecimiento de la actividad productiva. Por demás importantes es que los informes no explican cómo se calcula el producto potencial de la economía, ni si existen opciones o alternativas de política macro que pudiesen ser más efectivas para alcanzar resultados más favorables en términos de crecimiento, empleo e igualdad.

Esta conducción de la rendición de cuentas y transparencia no se puede considerar satisfactoria. El banco central debe aclarar a los organismos democráticamente elegidos y a la sociedad civil a través de una discusión pública y abierta a evaluaciones críticas como identifica el *output* potencial y porque considera que las intervenciones de política económica no pueden mejorar las potencialidades de crecimiento de la economía y el bienestar de los ciudadanos. Además, la ley debe especificar a qué preguntas los informes del banco central deben contestar.

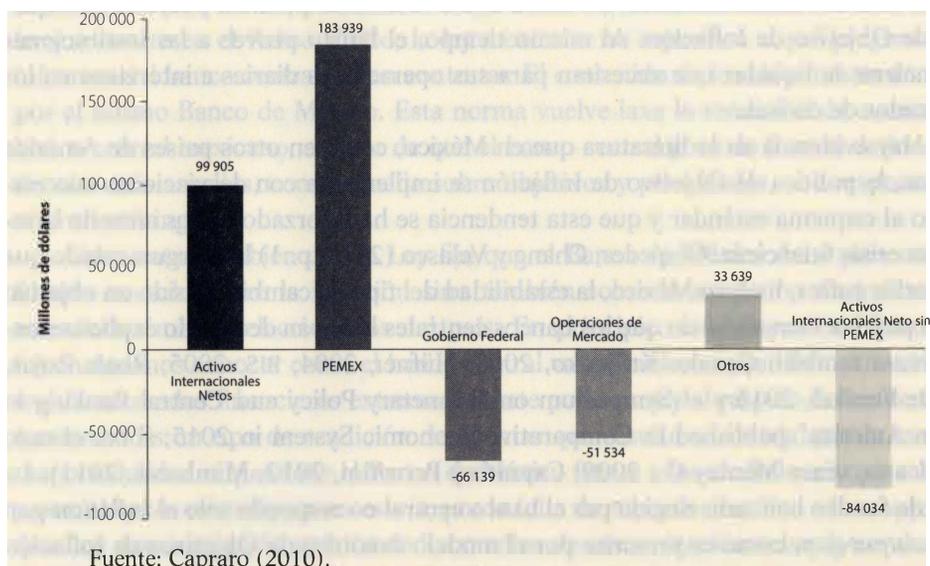
#### 4.2 La estrategia de metas de inflación en la práctica actual en México

Para alcanzar el objetivo establecido sobre la tasa de inflación, el Banco de México fija la tasa de fondeo bancario, tomando como referencia práctica y teórica el esquema de Objetivo de Inflación. Al mismo tiempo, el Banco provee a las instituciones financieras la liquidez que necesitan para sus operaciones diarias e interviene en los mercados de divisas.

Hay evidencia en la literatura que en México, como en otros países de América Latina, la política de Objetivo de Inflación se implementa con desviaciones con respecto al esquema estándar y que esta tendencia se ha reforzado en los años de la reciente crisis financiera. Céspedes, Chang y Velasco (2013, p. 1) han argumentado que en varios países, incluso México, la estabilidad del tipo de cambio ha sido un objetivo de la política monetaria sin que los bancos centrales lo hayan declarado explícitamente (véase también Canales-Kriljenko, 2003; Hüfner, 2004; BIS, 2005; Rosas-Rojas, 2011; Frenkel, 2015 y el Symposium on “Monetary Policy and Central Banking in Latin America” published in Comparative Economic System in 2015; sobre el caso mexicano, véase Mántey G., 2009; Capraro y Perrotini, 2012; Mimbrera, 2011). La tasa de fondeo bancario elegida por el banco central no responde sólo al *inflation-gap* y al *output-gap*, como es prescrito por el modelo canónico de Objetivos de Inflación (véase Svensson, 1999; Svensson, 2010; Svensson y Woodford, 2005; Woodford, 2003). Está también afectada por la evolución del mercado cambiario y las tentativas de comunicar a los operadores financieros la decisión de tomar el tipo de cambio como ancla nominal. Los instrumentos de transparencia que el banco central debe presentar a organismos democráticamente elegidos y a la sociedad civil no aclaran este punto.

Las compras de divisas de Pemex, las intervenciones sobre el tipo de cambio, las operaciones de esterilización y aquellas de refinanciación de las instituciones financieras ocupan un papel central en la conducción de la política monetaria mexicana. El flujo más importante en la acumulación de reservas internacionales en el Banco de México viene de Pemex, como muestra el gráfico 1 donde se presentan las sumas de los distintos flujos de Activos Externos Netos (AEN) desde 1996 hasta 2009. La dimensión de las ventas de divisas de Pemex rebasa notablemente aquella de los otros flujos que reducen o aumentan los Activos Externos Netos (AEN).

**Gráfico 1**  
**Evolución de los flujos de Activos externoS netos de Banco de México,**  
**1996-2009**

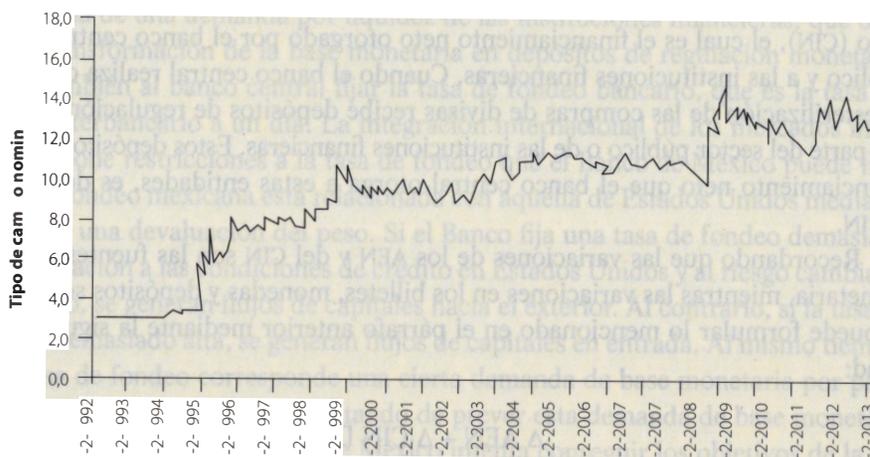


El segundo flujo relevante en términos de dimensión es la venta de dólares al Gobierno Federal (demandante neto de divisas) con la finalidad de realizar los pagos del servicio de su deuda externa y otras compras en el exterior. Este flujo, que reduce las reservas internacionales, rebasa en dimensión las intervenciones en los mercados de divisas que el Banco de México hace para estabilizar el tipo de cambio. El último elemento en término de dimensión, que afecta positivamente la acumulación de reservas internacionales, se compone de los otros flujos netos que incorporan los ingresos provenientes de la inversión de las reservas y los cambios en la valuación de los componentes de las mismas.

Las intervenciones en los mercados de divisas han tenido principalmente la función de evitar las devaluaciones del peso frente al dólar. Con ellas, el Banco de México ha logrado controlar el tipo de cambio nominal en varios períodos. En el gráfico 8 se muestra que el peso se devaluó en 2002 en la segunda mitad de 2008 (después de la quiebra del Lehman Brothers), así como en la segunda mitad de 2011 (después de la decisión oficial de las autoridades europeas de proceder a una restructuración de la deuda soberana griega). En otros períodos, el peso ha mantenido un tipo de cambio nominal estable con el dólar, lo que implica una apreciación del tipo de cambio real por la tasa de inflación más alta de México con respecto a aquella de Estados Unidos.

La estabilidad del tipo de cambio nominal contribuye al control de la inflación. Sin embargo, por las implicaciones que esta elección puede tener sobre el producto potencial de la economía, el empleo y las condiciones de vida de los ciudadanos, el seguimiento de un objetivo de estabilidad del tipo de cambio nominal debería ser justificado por el banco central. En México, un tipo de cambio nominal estable con el dólar ha implicado una apreciación real y una pérdida de competitividad internacional de la economía. En estas condiciones, la tasa de crecimiento del PIB puede ser afectada negativamente (véase Galindo y Ros, 2008; Moreno-Brid y Ros 2010, Ros, 2015) con consecuencias perjudiciales para los ciudadanos. Como la literatura que se desarrolló en la época de Bretton Woods enseña, en el caso que se está considerando se deriva la necesidad de intervenir con las políticas fiscales e industriales (véase Friedman, 1953; Mundell, 1961; McKinnon, 1963, y Kenen, 1969) y surgen problemas de coordinación entre estas políticas y la monetaria. Estas necesidades y estos problemas no se pueden pasar por alto si se desea respetar los derechos de los ciudadanos.

**Gráfico 2**  
**México: tipo de cambio nominal, 1992-2013**  
*(en pesos por dólar)*



Fuente: Banxico (Serie histórica, SF63528).

A la acumulación positiva neta de reservas internacionales debida a la venta de divisas de Pemex corresponde un incremento de la base monetaria en circulación. Para seguir controlando la emisión monetaria y la tasa de fondeo bancario, el Banco de México realiza operaciones de esterilización, usando los depósitos de regulación monetaria y la emisión de títulos de deuda pública, como descrito en la sección anterior. Con estas operaciones, los pasivos de corto plazo del Banco de México se transforman en depósitos o bonos de regulación monetaria, que son pasivos de largo plazo. Las instituciones financieras vuelven a tener problemas de refinanciación de corto plazo (es decir, en sus operaciones diarias) y demandan liquidez al banco central para hacer frente a sus compromisos de pago. La existencia de una demanda por liquidez de las instituciones financieras resulta fundamental para un adecuado manejo monetario por parte del banco central. Lamentablemente, el costo de esta transformación, que permite al Banco de México realizar sus funciones, grava sobre la hoja de balance del sector público.

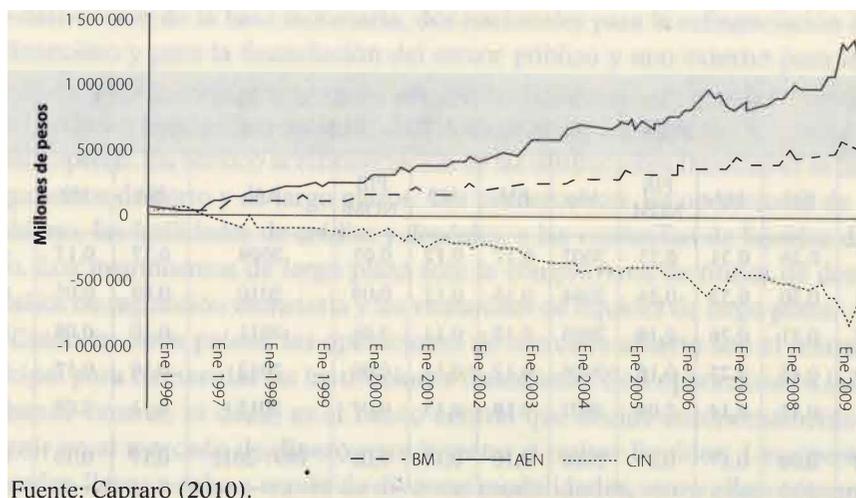
A fin de analizar con mayor detalle cómo el banco central puede controlar la liquidez del sistema transformando la base monetaria en depósitos de regulación monetaria, se consideró una hoja de balance simplificada del banco central. El pasivo de esta hoja de balance es la Base Monetaria (BM), que se compone de billetes, monedas y depósitos en cuenta corriente de las instituciones financieras en el banco central. El activo se compone de los Activos Externos Netos (AEN) y del Crédito Interno Neto (CIN), el cual es el financiamiento neto otorgado por el banco central al sector público y a las instituciones financieras. Cuando el banco central realiza operaciones de esterilización de las compras de divisas recibe depósitos de regulación monetaria por parte del sector público o de las instituciones financieras. Estos depósitos reducen el financiamiento neto que el banco central otorga a estas entidades, es decir, reduce el CIN.

Recordando que las variaciones de los AEN y del CIN son las fuentes de la base monetaria, mientras las variaciones en los billetes, monedas y depósitos son los usos, se puede formular lo mencionado en el párrafo anterior mediante la siguiente identidad:

$$\Delta \text{AEN} + \Delta \text{CIN} \square \Delta \text{BM}$$

En el gráfico 3 se muestra cómo el Banco de México ha logrado otorgar una cierta regularidad al crecimiento de la base monetaria, reduciendo adecuadamente el CIN.

**Gráfico 3**  
**México: evolución de la BM, los AEN y el CIN, 1996-2009**  
*(en millones de pesos)*



La existencia de una demanda por liquidez de las instituciones financieras, que deriva de la transformación de la base monetaria en depósitos de regulación monetaria, permite también al banco central fijar la tasa de fondeo bancario, que es la tasa del mercado interbancario a un día. La integración internacional de los mercados interbancarios pone restricciones a la tasa de fondeo que el Banco de México puede fijar. La tasa de fondeo mexicana está relacionada con aquella de Estados Unidos mediante el riesgo de una devaluación del peso. Si el Banco fija una tasa de fondeo demasiado baja con relación a las condiciones de crédito en Estados Unidos y al riesgo cambiario mencionado, se generan flujos de capitales hacia el exterior. Al contrario, si la tasa de fondeo es demasiado alta, se generan flujos de capitales en entrada. Al mismo tiempo, a cada tasa de fondeo corresponde una cierta demanda de base monetaria por parte de las instituciones financieras. Tratando de prever esta demanda de base monetaria y controlando la oferta, el Banco de México intenta conseguir los objetivos de la política monetaria.

En la tabla 2 se muestra que la emisión de base monetaria, así como el crecimiento de los agregados monetarios de la base monetaria y M2, rebasa el crecimiento nominal del PIB de la economía mexicana. Ello implica que el Banco de México permite un abundante incremento de la liquidez y que las instituciones financieras puedan ampliar sus activos a una tasa más alta que el crecimiento de la economía, lo que im-

plica garantizar a estas instituciones la posibilidad de beneficiar del aumento de sus inversiones en los mercados financieros nacionales e internacionales a una tasa más alta que el crecimiento de la economía.

**Tabla 2. México: tasas de variación anual de la base monetaria, de m2 y del pib nominal, 1997-2013 (en porcentajes)**

Año	BM	M2	PIB NOM	Año	BM	M2	PIB NOM	Año	BM	M2	PIB NOM
1997	0,26	0,31	0,23	2003	0,17	0,12	0,05	2009	0,17	0,17	-0,01
1998	0,30	0,32	0,24	2004	0,15	0,12	0,09	2010	0,09	0,05	0,10
1999	0,21	0,26	0,16	2005	0,12	0,11	0,06	2011	0,10	0,08	0,07
2000	0,43	0,23	0,16	2006	0,12	0,14	0,09	2012	0,10	0,12	0,08
2001	0,11	0,14	0,04	2007	0,18	0,13	0,07	2013	0,11	0,08	
2002	0,08	0,17	0,07	2008	0,10	0,11	0,06	1997-2012	0,17	0,16	0,10

Fuente: Nuestra elaboración sobre información estadística del Banco de México.

Sin embargo, esta política acomodaticia no garantiza a las empresas mexicanas un acceso satisfactorio al crédito que necesitan (véase Martínez, Sánchez y Werner, 2001; Lecuona Valenzuela, 2009; Levy Orlik, 2010; Ferraro y Goldstein, 2011, y Garrido, 2011).

En conclusión, la política monetaria en México no sigue estrictamente los preceptos canónicos del esquema de Objetivo de Inflación. La necesidad de enfrentar mercados financieros internacionalmente integrados y poderosos impone una fuerte atención a la estabilidad del cambio. Esta elección, que cuenta con argumentos que la justifican, no está claramente explicitada en los documentos que el Banco de México debe presentar para respetar las reglas de transparencia prevista por la ley mexicana. La decisión de estabilizar el tipo de cambio nominal, si puede ser funcional al control de la inflación, puede poner problemas al crecimiento de la economía y vuelve ineludible la cuestión de la discusión sobre el PIB potencial de la economía y de la posibilidad de afectar esta variable con el uso de políticas de desarrollo industrial y regional y de otros tipos de política económica. Desde esta perspectiva, la conducción de la política monetaria en México no es satisfactoria y las obligaciones que tienen las instituciones públicas mexicanas sobre el respeto de los derechos humanos ponen nuevamente la necesidad de aumentar la atención a la identificación y al crecimiento del PIB potencial y de revisar algunas medidas de transparencia que las autoridades monetarias deben respetar.

### 5. *Procedimientos operativos de la política monetaria en México*

Como ya se ha mencionado, los bancos centrales disponen de tres canales de creación-destrucción de la base monetaria, dos nacionales para la refinanciación del sector financiero y para la financiación del sector público y uno externo para la financiación de las transacciones económicas internacionales. Las normas que disciplinan los procedimientos operativos de la política monetaria afectan la manera en que estos canales operan. En México la refinanciación de las instituciones financieras se hace con instrumentos de corto y de largo plazos. Los primeros son: las operaciones de mercado abierto, las facilidades de crédito y depósito, y las ventanillas de liquidez de corto plazo. Los instrumentos de largo plazo son: la compraventa de títulos de deuda, los depósitos de regulación monetaria y las ventanillas de liquidez de largo plazo.

Como en otros países, las operaciones de mercado abierto son el instrumento principal para refinar las instituciones financieras. Son operaciones a iniciativa del banco central, es decir, es el banco central que decide autónomamente de intervenir en el mercado de dinero para inyectar o retirar liquidez. Las operaciones se pueden llevar a cabo a través de diversas modalidades, entre ellas: compraventa de valores denominados en moneda nacional mediante operaciones de reporto, compraventa definitiva de valores denominados en moneda nacional, y los créditos o depósitos en el banco central.

El Banco de México inyecta liquidez en el mercado de dinero principalmente a través de subastas de créditos con un plazo que puede variar de un día a un mes. La liquidez es depositada en las cuentas corrientes que las instituciones financieras tienen en el banco central. Estas cuentas, que se usan para las liquidaciones en los sistemas de pagos, deben cerrar el día en cero. El Banco de México anuncia un objetivo operacional en término de la tasa de interés interbancaria a un día, conocida como “tasa de fondeo bancario”. Ésta es la tasa mínima de las subastas de crédito.

Todos los días a las 10:00 horas el Banco de México da a conocer en el Boletín de Intervención publicado en su página de internet su estimación sobre la cantidad de base monetaria que se tiene que emitir para que las cuentas corrientes de las instituciones financieras en el banco central cierren el día en cero. Inmediatamente después, el Banco empieza las subastas interactivas de créditos a varios plazos. Las subastas tienen una duración de dos minutos e inyectan el monto estimado menos 600 millones de pesos. A las 17:15 horas, cuando cierra el sistema de pagos y se conocen los saldos de las cuentas corrientes que las instituciones financieras tienen en Banco de México, éste puede averiguar si fue correcta su estimación sobre la cantidad de liquidez que se tenía que emitir en el día. Si fue correcta, el Banco subasta los 600 millones faltantes a las 17:30 horas. Si al contrario, hubo un error en el pronóstico, el Banco subasta a la misma hora los 600 millones faltantes ajustados por dicho error.

En las subastas se deciden las tasas de interés de los créditos otorgados, según las posturas de las instituciones financieras que los han pedido.

Además de recibir el crédito de las operaciones de mercado abierto, las instituciones financieras pueden contar a lo largo del día con las ventanillas de liquidez de corto plazo. Es decir, las instituciones financieras pueden contar con créditos “entredía”, a uno o a más días, provistos por el banco central. Los créditos entredía consisten en saldos negativos en las cuentas corrientes en el banco central a lo largo del día. Estas operaciones son a iniciativa de dichas instituciones financieras (contrapartes) y prevén una tasa de interés fijada por Banco de México.

Las facilidades de créditos y depósitos son operaciones a iniciativa de las contrapartes que sirven a poner en cero las cuentas corrientes de las instituciones financieras en el banco central después de la subasta de créditos de las 5:30 horas de la tarde. La tasa de interés de las facilidades de depósitos, en el caso que las instituciones se quedaron con un saldo positivo en su cuenta corriente, es igual a cero. La tasa de las facilidades de créditos es igual al doble de la tasa de fondeo interbancario. En ambos casos, las instituciones que se equivocaron en el manejo de las cuentas corrientes en el banco central deben pagar una tasa de penalización.

El Banco de México usa los instrumentos de largo plazo para proveer o retirar grandes cantidades de liquidez del mercado de dinero. Estas intervenciones existen en muchos países y sirven para controlar el crecimiento de los agregados financieros y para modificar las posiciones acreedoras o deudoras a corto y largo plazos de los bancos centrales y de las instituciones financieras. En el área del euro, por ejemplo, el Eurosistema realiza operaciones llamadas “estructurales” para estas finalidades. En México los instrumentos más utilizados son los depósitos de regulación monetaria y la compraventa de títulos de deuda.

Los depósitos de regulación monetaria son obligatorios. Cuando el Banco de México considera que existe esta necesidad, las instituciones financieras deben depositar en el banco central la cantidad de liquidez que se le indique. Los depósitos pagan una tasa de interés y son generalmente a vencimiento indefinido, es decir, las instituciones financieras no los pueden retirar porque no tienen fecha de vencimiento. Se emiten mediante subastas y se pueden constituir como depósitos en pesos o como depósitos en valores del gobierno, principalmente con bonos de desarrollo (BONDES) que el Banco de México emite por cuenta del gobierno. Los depósitos en BONDES se usaron de abril de 1997 a junio de 2003; aquellos en pesos se usaron de esta fecha hasta agosto 2006. Los depósitos en BONDES no se destinan a financiar el gasto del gobierno federal, sino que quedan depositados en el Banco de México. El sector público paga los intereses correspondientes, así que por este pago y por la misma emisión de títulos por parte del Banco de México, la deuda pública crece para satisfacer las necesidades de la política monetaria. Para permitir a las instituciones financieras

movilizar la liquidez que entregaban al banco central para la regulación monetaria, el Banco de México decidió crear en agosto de 2000 los Bonos de Regulación Monetaria (BREMs), que pueden ser negociados en el mercado secundario. Los BREMs se emitieron hasta agosto de 2006, cuando fueron sustituidos por nuevas emisiones de Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES). La compraventa de estos valores, que sin embargo no son los únicos que el Banco puede utilizar a fines de regulación monetaria, se hace por medio de subastas.

Siguiendo lo dispuesto en el artículo 23 de la Ley Orgánica vigente, la compra de títulos de deuda puede compensar el aumento de la circulación de dinero resultante de la adquisición de divisas. La emisión de valores a cargo del Gobierno genera un retiro de liquidez que, como prevé la fracción 1 del artículo 9 de la Ley Orgánica, queda correspondida con depósito en efectivo no retirable antes del vencimiento de los valores que el Gobierno constituye en el banco central. Aplicando estas normas, el Banco de México esteriliza las emisiones monetarias causadas por la adquisición de divisas, controla el crecimiento de la base monetaria, interviene sobre las hojas de balance de las instituciones financieras y evita la financiación del gasto público. De tal manera, las intervenciones con los depósitos de regulación monetaria y con las compraventas de títulos de deuda equivalen a aquellas con el encaje legal y con los controles administrativos del crédito que se hicieron durante la segunda guerra mundial, cuando el Banco de México trató de influir en la composición de las carteras de los bancos con el fin de contrastar la inversión especulativa que quedaba favorecida por los flujos de capitales extranjeros. A diferencia de la intervención con el encaje legal y con los controles administrativos del crédito que se hicieron después de la segunda guerra mundial, cuando el Banco de México cooperó con mucho éxito con el Gobierno Federal para favorecer el desarrollo industrial y económico del país, las que se hacen hoy y que hicieron durante la segunda guerra mundial sólo tienen como finalidad la regulación monetaria, eliminando los excesos de liquidez en los mercados.

La financiación del sector público también está disciplinada por la Ley Orgánica. En el artículo 9 se afirma que, excepto en los casos establecidos, el Banco de México no puede prestar valores al Gobierno Federal ni adquirirlos de éste, mientras que en el artículo 12 se establece que el saldo de la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación en el banco central no puede exceder de un límite equivalente a 1.5% de las erogaciones del propio Gobierno previstas en el Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio de que se trate. Como se dijo antes, la ley mexicana prevé prohibiciones menos rígidas para el financiamiento del sector público que aquellas de la zona euro. Sin embargo, las limitaciones al del sector público son relevantes aunque permiten al Banco de México hacer las operaciones siguientes:

- a) Cargar la cuenta corriente de la Tesorería para atender el servicio de la deuda interna del Gobierno Federal sin autorización del Tesorero de la Federación (fracción II del artículo 12).
- b) Emitir valores a cargo del Gobierno Federal por el importe del excedente de la cuenta corriente con respecto al límite máximo previsto por el artículo 12.
- c) Emitir valores a cargo del Gobierno Federal para compensar el aumento de la circulación monetaria resultante de la adquisición de divisas (artículo 23).
- d) Abonar el producto de esta colocación en un depósito no retirable y sin interés a cargo del banco central y a favor del Gobierno Federal (artículo 24).

La integración de estas limitaciones de la financiación del sector público con la introducción en 2006 de la Ley Federal de Presupuesto y de Responsabilidad Hacendaria ha completado el proceso de marginalización de la política fiscal, otorgando completa centralidad a la política monetaria en la conducción de la política económica.

Finalmente, el Capítulo IV de la Ley Orgánica contiene normas relativas al canal externo de creación-destrucción de base monetaria disciplinando la reserva internacional detenida por el Banco de México y el régimen de cambio. En el artículo 21 se establece que el Banco de México debe actuar en materia cambiaria de acuerdo con las directrices que determine la Comisión de Cambios, que está integrada por el Secretario y el Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, otro subsecretario de dicha Dependencia que designe el Titular de ésta, el Gobernador del Banco y dos miembros de la Junta de Gobierno, que el propio Gobernador designe. El contenido de este artículo somete las decisiones del banco central a los acuerdos que se forman en la Comisión de Cambios y, en principio, reduce su autonomía en el sentido correspondiente.

Al contrario, en el artículo 34 se concede al Banco de México un amplio control sobre las operaciones en divisas de las dependencias y las entidades de la Administración Pública Federal, las cuales “deberán mantener sus divisas y realizar sus operaciones con éstas, sujetándose a las normas, orientaciones y políticas que el Banco de México establezca. Al efecto, proporcionarán al Banco la información que les solicite respecto de sus operaciones con moneda extranjera y estarán obligadas a enajenar sus divisas al propio Banco en los términos de las disposiciones que éste expida, las cuales no podrán establecer términos apartados de las condiciones del mercado”. Además, en el artículo 23 de la Ley Orgánica vigente se concede al Banco de México amplia facultad de operación con respecto al Gobierno Federal permitiendo que el banco central emita valores a cargo del Gobierno Federal para compensar el aumento de la circulación monetaria resultante de la compra de divisas de Pemex. El producto de esta colocación de valores gubernamentales se debe abonar en un depósito no retirable y sin interés a favor del Gobierno Federal.

Finalmente, en el período 1995-2009 la Comisión de Cambio y el Banco de México han diseñado varios mecanismos de intervención en los mercados de divisas, como se muestra en el tabla 7. De agosto 1996 a junio 2001, el Banco de México ha usado un mecanismo de intervención para la compra de dólares, en la forma de “subastas de opciones de venta de dólares”, para complementar la compra de divisas de Pemex y compensar la pérdida de reservas en la crisis financiera de 1994-1995. La Comisión de Cambio anunció la re-introducción de estas intervenciones el 22 de febrero de 2010 frente a la apreciación del tipo de cambio que se impuso cuando la economía mexicana empezó a retomarse después de la marcada contracción de 2009. La misma Comisión anunció la suspensión de estas intervenciones el 29 noviembre de 2011 frente a la devaluación del peso provocada por la ampliación de la crisis de deuda pública en Europa después de la decisión del 21 de julio de 2011 de las autoridades europeas de llegar a una restructuración de la deuda griega.

**Tabla 3. Mecanismos de intervención diseñados por Banco de México en 1995-2009**

	Mecanismo	Intervenciones de compra de dólares	Intervenciones de venta de dólares
	Período de vigencia		
1.	Operaciones directas		Este mecanismo ha estado siempre vigente. Fue utilizado en noviembre y diciembre de 1995, septiembre de 1998, febrero de 2009
2.	Subasta de dólares		Febrero de 1997–junio de 2001
3.	Mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales		Mayo de 2003–julio de 2008
4.	Subastas extraordinarias		Octubre de 2008
5.	Subasta de dólares con precio mínimo		Octubre de 2008–abril de 2010
6.	Subasta de dólares sin precio mínimo		Marzo 2009–septiembre de 2009
7.	Acuerdos con organismos internacionales y otros bancos centrales		2009
8.	Subastas de opciones de venta de dólares	Agosto de 1996–junio de 2001; febrero de 2010–noviembre de 2011	

Fuente: Capraro (2010).

Las “subastas de opciones de venta de dólares” ha sido el único mecanismo diseñado para comprar este tipo de divisa. Las otras intervenciones se han centrado en la venta de dólares, para evitar la devaluación del peso, con mecanismos concebidos según las necesidades específicas. Un elemento importante para la conducción de la política monetaria fue la introducción de la “cláusula gatillo” en febrero de 1997, la cual impone al Banco de México de intervenir, reemplazando al mercado en la venta de dólares, cuando el tipo de cambio con el dólar tiene una depreciación diaria mayor de 2%. La cláusula es una señal relevante para los mercados sobre el compromiso y el grado de prioridad que el Banco de México atribuye a la estabilidad del cambio y, por ende, a la estabilidad de los precios.

## 6. Resumen y conclusiones

En la década de 1970 empezaron a delinearse cambios profundos en la economía y en la sociedad. Los cambios señalaban una expansión en el tamaño del sector financiero y en su capacidad de afectar las decisiones políticas. El experimento monetarista de 1979-1982 fue una señal importante de las tendencias que se estaban estableciendo en la economía y en la distribución del poder en la sociedad. El experimento impuso una política monetaria que nunca se había implementado antes por el temor de sus efectos negativos. A finales de la década de 1950, el Informe Radcliffe había descrito cuáles podían ser las consecuencias negativas de esta política, y lo que ocurrió a principios de la década de 1980 confirmó estas previsiones. El experimento monetarista, como fue ampliamente reconocido por la literatura (véase Musella y Panico, 1995), fue un fracaso y rápidamente fue abandonado. Sin embargo, no se perdió la confianza en la capacidad de las fuerzas de mercado de garantizar la eficiencia en la utilización de los recursos, el pleno empleo y la máxima explotación de los potenciales de crecimiento del PIB en las economías en que vivimos.

Desde 1982 los principales bancos centrales tomaron la decisión de salirse de los esquemas de política monetaria a la época en la cual se establecieron mayormente para enfrentarse directa y pragmáticamente con las nuevas condiciones que dominaban los mercados financieros, pidiendo al mismo tiempo que se definiera un marco institucional que les permitiera reforzar su capacidad de operar en un entorno en rápida evolución. La literatura económica trató de conceptualizar lo que los bancos centrales iban desarrollando pragmáticamente, aplicando los instrumentos analíticos de uso común. Entre los varios esquemas que podían cumplir con esta labor, aquel de Objetivo de Inflación, propuesto por el Nuevo Consenso en Macroeconomía, prevaleció y su formulación generó interacciones con la conducción práctica de la política monetaria.

El esquema de Metas de Inflación se articula en dos partes, una que especifica el modelo analítico de referencia y la otra que define los aspectos institucionales. El contenido de las dos partes refleja las conjeturas del Nuevo Consenso en Macroeconomía sobre el funcionamiento del sistema económico y está basado sobre la aceptación de la idea que las economías en que vivimos tienden a gravitar hacia posiciones de equilibrio donde prevalecen las condiciones de eficiencia descritas por el “Teorema fundamental de la economía del bienestar” y la “Hipótesis de los mercados eficientes”. Estas conjeturas no tienen justificación teórica y empírica: según los mismos autores que contribuyeron a la formulación y a la solución del modelo de equilibrio económico general de competencia perfecta (véase Hahn, 1971), sus conclusiones no se pueden aplicar a las economías en que vivimos. Además, las promesas de mayor bienestar que se hicieron desde la década de 1970 para justificar la introducción de las liberalizaciones no se cumplieron y las liberalizaciones generaron efectos negativos sobre el respeto de los derechos de los ciudadanos (véase Eatwell, 1997; Akyüz, 2006).

El Banco de México declara que sigue el esquema Objetivo de Inflación en la conducción de la política monetaria. Esta declaración implica una aceptación del modelo teórico de referencia (incluso la aprobación de la idea que el “Teorema fundamental de la economía del bienestar” y la “Hipótesis de los mercados eficientes” se pueden aplicar directamente a las economías en las que vivimos) y las indicaciones de la literatura sobre la organización institucional de la política económica.

Sin embargo, la conducción de la política monetaria en México presenta algunas desviaciones con respecto al esquema estándar. Con relación al modelo teórico de referencia, la elección de la tasa de fondeo bancario por el Banco de México no depende sólo del *inflation-gap* y del *output-gap*. Las tentativas de señalar a los operadores financieros que pueden considerar el tipo de cambio como ancla nominal es también relevante para la fijación de la tasa de fondeo bancario y han implicado una apreciación del tipo de cambio real en muchos períodos.

El traspaso de la devaluación del peso a los precios de las mercancías puede justificar la elección del Banco de México de evitar las libres flotaciones del tipo de cambio. Sin embargo, la apreciación del cambio real puede generar una pérdida de competitividad internacional y efectos negativos a corto y largo plazos sobre el crecimiento del PIB. Si bien la literatura reciente ha evidenciado que los efectos de una devaluación sobre las exportaciones pueden ser inciertos (véase Baldwin, 1989; Baldwin y Krugman, 1989; Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2003; Calvo, Izquierdo y Mejía, 2004; Céspedes, Chang y Velasco, 2004; Berman y Berthou, 2009; para el caso mexicano, véase Ruiz Nápoles, 2010 y Mántey, 2013); la apreciación del cambio real deteriora la competitividad internacional de una economía y afecta negativamente sus importaciones. Además, para estabilizar el tipo de cambio nominal, el Banco fija las tasas de interés a niveles

más altos que las de los principales centros financieros, lo que también tiene efectos negativos a corto y largo plazos sobre el crecimiento del PIB.

La posibilidad que el crecimiento potencial de la economía no sea completamente explotado impone la necesidad de examinar si es posible intervenir con otros instrumentos de política económica, coordinando estas intervenciones con aquellas de política monetaria. Los documentos del Banco de México faltan de profundizar este tema, mostrando una aceptación acrítica de la idea que las economías en que vivimos tienden a generar los resultados descritos por el “Teorema fundamental de la economía del bienestar” y por la “Hipótesis de los mercados eficientes” y una falta de transparencia en la discusión sobre la identificación y las posibilidades de crecimiento del PIB potencial.

Para una conducción de la política monetaria atenta a la equidad social y a los derechos de los ciudadanos, es necesario eliminar esta falta de transparencia. La discusión sobre la identificación y el crecimiento del PIB potencial puede examinar la posibilidad de dirigir el control de la base monetaria también hacia la consecución de un mayor desarrollo económico y social. En este caso, la política monetaria podría influir en la composición de las carteras de las instituciones financieras no sólo para fines de regulación monetaria, como hizo durante la segunda guerra mundial y como hace hoy con el fin de señalar a los mercados financieros una conducción de la política monetaria conforme a lo que estos mercados valoran positivamente, sino también para favorecer el desarrollo de la economía, como el Banco de México hizo después de la segunda guerra mundial con intervenciones que fueron extremadamente exitosas.

La necesidad de introducir programas que directamente soportan el crecimiento económico y la creación de empleo ya ha sido reconocida en México (véase Pirker y Gammage, 2011, p. 33). El gasto sobre estos programas ha notablemente disminuido en los años anteriores, pasando de 15% del PIB en 1980 a 5.5% en 2005. Para incrementar el crecimiento potencial de la economía, la administración del Presidente Calderón adoptó un Programa para la inversión en capital físico, en educación y en salud pública, y para la introducción de nuevas tecnologías. Desafortunadamente, la limitada disponibilidad de gasto del sector público, antes la necesidad de mantener en cero el saldo de balance, pero sobre todo los retrasos y la falta de eficiencia en la implementación del Programa han afectado negativamente los resultados de estas intervenciones (véase Pirker y Gammage, 2011, p. 33). Esta experiencia muestra que los problemas mencionados deben ser enfrentados con fuerte determinación y que es importante reconsiderar la organización institucional de estas intervenciones porque, como bien se sabe, la disponibilidad de recursos financieros es una condición necesaria, pero no suficiente, para lograr resultados positivos.

La aplicación a México de los alcances de la literatura reciente sobre la coordinación entre las distintas formas de políticas económicas (véase Blinder, 1997b y Wyplosz, 2005) puede favorecer una reconsideración de los aspectos institucionales de estas intervenciones y una mayor eficacia en la implementación de los programas de desarrollo. Además, puede tener más probabilidad de convencer a las autoridades monetarias para reutilizar los topes sobre las carteras de las entidades financieras (o, alternativamente, verificar la posibilidad de canalizar parte de los depósitos de regulación monetaria y de las compraventas de títulos de débito) hacia estas intervenciones. La literatura reciente sobre la coordinación de las políticas económicas, partiendo de la idea de que la disponibilidad de recursos financieros no es suficiente para lograr resultados positivos en las políticas gubernamentales, propone valorizar el papel que pueden desempeñar en este campo autoridades técnicas independientes capaces de identificar analíticamente las necesidades de la economía y programar e implementar en todas sus etapas los proyectos seleccionados.

Los procedimientos operativos del Banco de México ya intervienen en las carteras de las instituciones financieras para fines de regulación monetaria. Intervenir sobre estas carteras también para favorecer el desarrollo económico y social es coherente con el ordenamiento normativo y es justificable con los resultados extremadamente exitosos que se lograron después de la segunda guerra mundial. La condición que se requiere es reconsiderar la organización institucional de estas intervenciones, así como sugiere la literatura reciente sobre la coordinación entre las políticas fiscales y monetarias. Frente a los resultados positivos que se lograron después de la segunda guerra mundial y a los resultados negativos de las décadas más recientes, no puede ser aceptable para los ciudadanos que las autoridades monetarias sigan evitando la adopción de políticas que favorecen el desarrollo económico y social, moviendo de la postura ideológica que las economías de mercado en que vivimos tienden espontáneamente hacia una posición eficiente de pleno empleo y de completa explotación del PIB potencial.

Una reconsideración de estos puntos implica también una reflexión sobre la regulación financiera que se está actuando en México, sea por lo que concierne la introducción de las normas de Basilea 3, sea con relación a como las instituciones financieras actúan a favor de la financiación de los sectores productivos y en el interés de todos los ciudadanos. Una posición equilibrada y prudente sobre los efectos de las liberalizaciones y los resultados de la literatura sobre el desempeño actual del sistema financiero mexicano en proveer los recursos a las empresas mexicanas, tuvieran que inducir a adoptar nuevamente políticas de regulación estructural que vuelvan eficaces las actuaciones de las instituciones financieras a favor del desarrollo económico y social.

El sector financiero ha beneficiado en términos de ingresos conseguidos de la abundancia de liquidez que la implementación del actual enfoque de política monetaria ha generado. A pesar de estos buenos resultados, el sector financiero no ha logrado satisfacer las necesidades de las empresas y, por ende, una condición básica para el respeto a los derechos humanos. En esta perspectiva, la elección de la política monetaria actual de influir en las carteras de las instituciones financieras sólo para fines de regulación monetaria pierde contenido técnico y adquiere un carácter marcadamente político, porque redistribuye beneficios a favor del sector financiero y a daño del resto de la sociedad en su conjunto.

La organización institucional de la política monetaria de México también presenta algunas peculiaridades con respecto a la aplicación del esquema de Objetivo de Inflación en otros países. El Banco de México goza de formas de independencia amplias, como aquella sobre objetivos y prioridades, que los bancos centrales de otros importantes países no tienen. Esta elección del ordenamiento mexicano permite señalar a los operadores financieros el firme liderazgo del Banco en la conducción de la política económica, pero confiere un marcado contenido político a sus decisiones y aumenta su responsabilidad y sus obligaciones en términos de transparencia y rendición de cuentas.

A pesar de las mayores obligaciones, las leyes mexicanas sobre transparencia y rendición de cuentas son más laxas que aquellas de países como el Reino Unido y Suecia. Las leyes mexicanas no especifican las preguntas a qué informes del banco central deben contestar, dejando al mismo Banco de México el poder de decidir sus contenidos. Además, las leyes no hacen referencia a la necesidad que el Banco de México especifique con claridad como identifica el *output* potencial y porque considera que la política económica no tiene posibilidades de mejorar las condiciones de crecimiento económico y social del país. Sobre estos puntos urge introducir cambios para que el enfoque de política monetaria vigente sea orientado hacia la efectiva consecución o cumplimiento de los derechos de los ciudadanos.

## Bibliografía

- Admati, A. y M. Hellwig (2013), *The Bankers' New Clothes*, Princeton University Press.
- Akyüz, Y. (2006), "From liberalization to investment and jobs: Lost in translation", Policy Integration Department, International Labour Office, *Working Paper*, N° 74, Ginebra ([http://www.ilo.int/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---integration/documents/publication/wcms\\_099059.pdf](http://www.ilo.int/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---integration/documents/publication/wcms_099059.pdf)).
- Baldwin, R. (1989), "Sunk-cost hysteresis", *NBER Working Papers*, N° 2911.
- Baldwin, R. y P. Krugman (1989), "Persistent trade effects of large exchange rate shocks", *Quarterly Journal of Economics*, 104 (4), pp. 635-654.
- Banco de México (2010), *Reporte sobre el Sistema Financiero*, México, noviembre.
- Barro, R. J., y D. Gordon (1983), "Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 101-121.
- Berger, H., J. E. de Haan y S. C. Eijffinger (2001), "Central Bank Independence: An update of theory and evidence", *Journal of Economic Surveys*, 15 (1), febrero, pp. 3-40.
- Berman, N. y A. Berthou (2009), "Financial market imperfections and the impact of exchange rate movements on exports", *Review of International Economics*, 17 (1), pp. 103-20.
- Bernanke, B. S. y M. Gertler (2000), "Monetary policy and asset price volatility", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, N° 7559, febrero.
- (1989), "Agency costs, net worth, and business fluctuations", *American Economic Review*, 79, marzo, 14-31.
- Bernanke, B. S. y F. S. Mishkin (1997), "Inflation targeting: A new framework for monetary policy", *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), primavera, pp. 97-116.
- BIS (Bank of International Settlements) (2005), "Foreign exchange market intervention in emerging markets: Motives, Techniques and implications", *BIS Papers*, N° 24, Basel, mayo.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia y P. Mauro (2010), "Rethinking macroeconomic policy", *IMF Staff Position Note*, Fondo Monetario Internacional, febrero.
- Blanchard, O., Katz L. F. (1997), "What do we know and do not know about the natural rate of unemployment", *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1), Winter, pp. 51-72.
- Blankenburg, S. y J. G. Palma (2009), "Introduction: The global financial crisis", *Cambridge Journal of Economics*, 33, Special Issue on the Global Financial Crisis, julio, pp. 531-538.

- Blinder, A. S. (2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, Yale University Press.
- \_\_\_\_ (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Cambridge.
- \_\_\_\_ (1997a), “What central bank could learn from academics – and viceversa”, *Journal of Economic Perspectives*, 11, pp. 3-19.
- \_\_\_\_ (1997b), “Is government too political?”, *Foreign Affairs*, 76 (6), pp. 115-126.
- Bordo, M. D. (1993), “The Bretton Woods international monetary system: A historical overview”, en Bordo, M. D. y B. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reforms*, University of Chicago Press, Chicago.
- Bowles, P. y G. White (1994), “Central bank independence: A political economy approach”, *Journal of Development Studies*, 31 (2).
- Briault, C., A. Aldane y M. King (1996), “Independence and accountability”, *Bank of England WPS*, N° 40.
- Buiter, W. H. (2008), “Monetary economics and the political economy of Central Banking: Inflation targeting and central bank independence revisited”, artículo presentado en la sesión ‘Changing Doctrinal Perspectives in Central Banking’ at the Central Bank of Argentina 2007, Money and Banking Conference “*Monetary Policy Under Uncertainty*”, 4-5 de junio de 2007, Buenos Aires, Argentina.
- Calvo, G. (1988), “Servicing the public debt: The role of expectations”, *American Economic Review*, 78 (4), pp. 647-661.
- Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi (2003), “Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability, Argentina’s lessons”, *NBER Working Paper*, N° 9828.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo y L. F. Mejía (2004), “On the empirics of sudden stops: The relevance of balance-sheet effects”, *NBER Working Paper*, N° 10520.
- Canales-Kriljenko, J. I. (2003), “Foreign exchange intervention in developing and transition economies: Results of a survey”, *IMF Working Paper* (WP/03/95).
- Capraro, S. (2010), *Intervenciones cambiarias, inflación y política monetaria en México: un análisis econométrico*, UNAM, Tesis de Maestría.
- Capraro, S. e I. Perrotini (2012), “Intervenciones cambiarias esterilizadas, teoría y evidencia: el caso de México”, *Contaduría y Administración*, Vol. 57, N° 2, abril-junio, pp. 11-44.
- Céspedes L. F., R. Chang y A. Velasco (2013), “Is inflation targeting still on target? The recent experience of Latin America”, *Inter-American Development Bank Working Paper Series*, N° 384.
- \_\_\_\_ (2004), “Balance sheets and exchange rate policy”, *American Economic Review*, 94 (4), pp. 1183-1192.

- Cobham, D. (1992), "Radcliffe Committee", en Eatwell, J. L., M. Milgate y P. Newman (eds.), *The new Palgrave dictionary of money and finance*, Vol. III, Macmillan, Londres, pp. 265-266.
- Crotty, J. (2007), "If financial market competition is so intense, why are financial firm profits so high? Reflections on the current 'Golden Age' of finance", Political Economy Research Institute, *Working Paper Series*, N° 134, University of Massachusetts, Amherst.
- Cukierman, A. (1992), "Credibility", en Eatwell, J. L., Milgate, M. y P. Newman (eds), *The new Palgrave dictionary of money and finance*, Vol. I, Macmillan, London, pp. 515-517.
- Cukierman, A., S. B. Web y B. Neyapti (1992), "Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes", *World Bank Economic Review*, 6 (3), septiembre, pp. 353-398.
- Debelle, G. y S. Fisher (1994), "How independent should a central bank be?", en J. Fuhrer (ed.), *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, pp. 195-221.
- De Grauwe, P. (2011a), "The governance of a fragile Eurozone", *CEPS Working Document*, N° 346, mayo.
- \_\_\_\_ (2011b), "A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the Eurozone", *CEPS Policy Brief*, N° 230, enero.
- \_\_\_\_ (2011c), "Only a more active ECB can solve the euro crisis", *CEPS Policy Brief*, N° 250, agosto.
- \_\_\_\_ (1998), "Law unto itself", *Financial Times*, 12, noviembre.
- De Haan, J. (1997), "The European Central Bank: Independence, accountability and a strategy: A review", *Public Choice*, 93.
- Eatwell, J. L. (1997), "International capital liberalization: The impact on world development", *Estudios de Economía*, 24 (2), diciembre, pp. 219-261.
- Eichengreen, B., R. Hausmann y U. Panizza (2005), "The pain of original sin", en Eichengreen, B. y R. Hausmann (eds.), *Other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies*, The University of Chicago Press, Chicago, pp. 13-47.
- \_\_\_\_ (2003), "Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters", *NBER Working Paper Series*, 10036.
- Eijffinger, S. C. W. y M. Hoeberichts (2000), "Central banking accountability and transparency: Theory and some evidence", *Bundesbank/CFS Conference on Transparency in Monetary Policy*.

- Epstein, G. A. y A. Jayadev (2005), “The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, central bank policy and labor solidarity”, en Epstein, G.A. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Elgar, Cheltenham, pp. 46-74.
- Fernández Hurtado, E. (1976), *50 Años de banca central: Ensayos conmemorativos*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Ferraro, C. y E. Goldstein (2011), “Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en América Latina”, en Ferraro, C. (comp.), *Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina*, CEPAL, Naciones Unidas.
- Fisher, F. (1983), *Disequilibrium Foundations of Equilibrium Economics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Forder, J. (2004), “Credibility” in context: Do central banks and economists interpret the term differently?: A comment on Alan Blinder (2000), Central Bank credibility: Why do we care? How do we build it?, *American Economic Review*, 90 (5): 1421-1431”, *Economic Journal Watch*, 1 (3), pp. 413-26.
- Frenkel, R., 2015. Central banks in Latin America: In search of stability and growth. Introduction of the Symposium on Monetary Policy and Central Banking in Latin America. *Comparative Economic System*, 57(3), September, pp. 365-368.
- Friedman, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money*, Macmillan, Londres.
- \_\_\_\_ (1962), *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Press, Chicago.
- \_\_\_\_ (1953), “The case for flexible exchange rates”, en *Essays in positive economics*, Chicago University Press, Chicago, pp. 157-203.
- Galbraith, J. K. (1997), “Time to ditch the NAIRU”, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1), invierno, pp. 93-108.
- Galindo, L. M. y J. Ros (2008), “Alternatives to inflation targeting”, *International Review of Applied Economics*, 22 (2), pp. 201-214.
- Garrido, C. (2011), “Nuevas políticas e instrumentos para el financiamiento de las PYMES en México durante la última década. Oportunidades y desafíos”, en Ferraro C. (comp.), *Eliminando Barreras: el Financiamiento a las Pymes en América Latina*, CEPAL, Naciones Unidas, Santiago de Chile, noviembre.
- Gordon, R. J. (1997), “The time-varying NAIRU and its implications for economic policy”, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1), invierno, pp. 11-32.
- Greenspan, A. (1996), *The challenge of central banking in a democratic society*, Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D. C., 5 de diciembre de 1996, *Federal Reserve Board* (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speechs>).

- Hahn, F. H. (1971), "Professor Friedman's views on money", *Económica, New Series*, 149, febrero, pp. 61-80.
- Hüfner, F. (2004), "Foreign exchange intervention as a monetary policy instrument. Evidence for inflation targeting countries", *ZEW Economic Studies* 23, Physica-Verlag, Heidelberg.
- Izquierdo, R. (1995), *Política hacendaria del desarrollo estabilizador, 1958-1970*, Fondo de Cultura Económica, FCE-CM, México.
- Kenen, P. (1969), "The theory of optimum currency areas: An eclectic view", en Mundell, R. y Swoboda, A. (eds.), *Monetary problems in the international economy*, University of Chicago Press, Chicago
- King, M. (1995), "Credibility and monetary policy", *Scottish Journal of Economics*, 42 (1), pp. 1-19.
- Lane, P. R. y G. M. Milesi-Ferretti (2006), "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004", *IMF Working Paper WP/06/69*.
- Lecuona Valenzuela, R. (2009), "El financiamiento a las pymes en México, 2000-2007: el papel de la banca de desarrollo", *CEPAL: Serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 207, Santiago de Chile.
- Levine, R. (2010), "The governance of financial regulation: Reform lessons from the recent crisis", *Bank of International Settlements, Working Papers*, N° 329.
- Levy Orlik, N. (2010), El enigma de la mayor liquidez y mayor restricción de financiamiento, *ECONOMÍAunam*, 7 (19), pp. 80-94.
- López Figueroa, A. e Iraheta Bonilla, J.M. (2003), "Política monetaria en Guatemala: Evaluación de las condiciones y conveniencia de adoptar una estrategia de Objetivos de Inflación", *Banco de Guatemala, Documentos de Trabajo*, N° 77.
- Mántey, G. (2013), "¿Conviene flexibilizar el tipo de cambio para mejorar la competitividad?", *Problemas de Desarrollo*, 44, p. 175.
- \_\_\_\_ (2009), "Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México", *Investigación Económica*, LXVIII, número especial, pp. 47-78.
- Martínez, L., O. Sánchez y A. Werner (2001), "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México", *Banco de México, Documento de Trabajo*, México.
- McKinnon, R. (1963), "Optimum currency areas", *American Economic Review*, 53, pp. 717-724.
- Mimbrera, M. (2011), *La intervención esterilizada en el mercado de cambios y la tasa de interés como instrumentos de la política monetaria en México*, Tesis doctoral, UNAM, México.

- Mishkin, F. (2001), “De Metas Monetarias a Metas de Inflación: Lecciones de los Países Industrializados”, preparado para la Conferencia “Estabilización y Política Monetaria: la Experiencia Internacional,” Banco de México, Ciudad de México, Noviembre 14-15.
- Moreno-Brid, J.C. y J. Ros, (2010) *Desarrollo y crecimiento en la economía mexicana: una perspectiva histórica*, Fondo de Cultura Económica. México. D.F.
- Mundell, R. (1961), “A theory of optimum currency areas”, *American Economic Review*, 51 (4), septiembre, pp. 657-665.
- Musella, M. y C. Panico (1995), *The Money Supply in the Economic Process*, Elgar, Aldershot.
- Ortiz-Mena, A. (1998), *El desarrollo estabilizador: Reflexiones sobre una época*, Fondo de Cultura Económica, FCE-CM, México.
- Palley, T. I. (2007), “Financiarization: What it is and why it matters”, *The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper*, N° 525.
- Palma, J. G. (2009), “The revenge of the market on the rentiers: Why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature”, *Cambridge Journal of Economics*, 33 (4), *Special issue on the global financial crisis*, julio, pp. 829-866.
- Panico, C. (2014), Política monetaria y derechos humanos: un enfoque metodológico y su aplicación a Costa Rica, Guatemala y México, CEPAL.
- Panico, C., A. Pinto y M. Puchet Anyul (2012), “Income distribution and the size of the financial sector: A Sraffian analysis”, *Cambridge Journal of Economics*, 36, pp. 1455–1477 (doi:10.1093/cje/ber022).
- Piketty, T. y E. Sáez (2006), “The evolution of top incomes: A historical and international perspective”, *American Economic Review. Papers and Proceedings*, 96, pp. 200-205.
- \_\_\_\_ (2003), “Income inequality in the United States, 1913–1998”, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), pp. 1-39.
- Pirker, K. y S. Gammage (2011), “Fiscal and monetary policy and the right to work, en Balakrishnan, R. y D. Elson (eds), *Economic policy and human rights: Holding governments to account*, Zed Books, Londres, pp. 28-51.
- Pisani-Ferry, J. (2002), “Fiscal discipline and policy coordination in the Eurozone: Assessment and proposals”, inédito (<http://www.pisani-ferry.net/base/re02-gea-discipline-vmai.pdf>).
- Popkin, B. M. (2002), “An overview of the nutrition and its health implications”, *Public Health Nutrition*, 5, pp. 93-103.
- Radcliffe Report (1960), *Committee on the Working of the Monetary System: Report*, Cmnd. 827, HMSO, Londres.

- Ribera Dommarco, J. A., L. Cuevas Nasu, L., T. González de Cosío, T. Shamah Levy y R. García Feregrino (2013), “Desnutrición crónica en México en el último cuarto de siglo: análisis de cuatro encuestas nacionales”, *Salud Pública de México*, 55, Suplemento 2, pp. 161-169.
- Rogoff, K. (1985), “The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”, *Quarterly Journal of Economics*, 100 (4), noviembre, pp. 1169-1189.
- Ros, J., 2015. Central bank policy in Mexico: Target, instruments and performance, Symposium on “Monetary Policy and Central Banking in Latin America”. *Comparative Economic System*, 57(3), September, pp. 483-510.
- Rosas-Rojas, E. (2011), “Intervención esterilizada en los mercados de cambios de América Latina: Brasil, Chile y México”, *Problemas del Desarrollo*, vol. 42, N° 167.
- Ruiz Nápoles, P. (2010), “Costos unitarios laborales verticalmente integrados por rama en México y Estados Unidos 1970-2000”, *Investigación Económica*, LXIX (273), pp. 15-54.
- Samuelson, P. A. (1994), “Panel discussion: How can monetary policy be improved?”, en Fuhrer, J. C. (1997), *Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?*, *New England Economic Review*, enero/febrero.
- \_\_\_\_ (1956), “Recent American monetary controversy”, *Three Banks Review*, 29, marzo, pp. 3-21.
- Solow, R. M. (2000), “Towards a macroeconomics of the medium run”, *Journal of Economic Perspectives*, 14 (1), invierno, pp. 151-58.
- \_\_\_\_ (1990), *The Labour Market as a Social Institution*, Blackwell, Oxford.
- Staiger, D., J. H. Stock y M. W. Watson (1997), “The NAIRU, unemployment and monetary policy”, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1), invierno, pp. 33-49.
- Stiglitz, J. (1998), “Central banking in a democratic society”, *De Economist*, 146 (2), julio, pp. 196-226.
- \_\_\_\_ (1997), “Reflections on the natural rate hypothesis”, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1), invierno, pp. 3-10.
- Svensson, L. E. O. (2010), “Inflation targeting”, en Friedman, B. M. y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Primera edición, Vol. 3, Elsevier, Amsterdam.
- \_\_\_\_ (1999), “Inflation targeting as a monetary policy rule”, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), pp. 607-654.
- Svensson, L. E. O. y M. Woodford (2005), “Implementing optimal policy through inflation-forecast targeting”, en Bernanke, B. S. y M. Woodford (eds.), *The inflation-targeting debate*, University of Chicago Press, Chicago.



- Symposium, 2015, “Monetary Policy and Central Banking in Latin America”. *Comparative Economic System*, 57(3), September, pp. 365-568.
- Taylor, J. (2010), “Getting back on track: Macroeconomic policy lessons from the financial crisis”, *Federal Reserve of Saint Louis Review*, mayo/junio.
- Tello, C. (2009), *Sobre la desigualdad en México*, Universidad Nacional Autónoma de México, México.
- Tello, C. y J. Ibarra (2012), *La revolución de los ricos*, Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México, México.
- Tobin, J. (1994), “Panel discussion: How can monetary policy be improved?”, en J. C. Fuhrer (1997) (eds.), *Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?*, *New England Economic Review*, enero/febrero.
- White, E. N. (2009), “Lessons from the history of bank examination and supervision in the United States, 1863-2008”, en Gigliobianco, A. y G. Toniolo (eds.), *Financial market regulation in the wake of financial crises: The Historical Experience*, Workshops and Conferences, noviembre, pp. 15-44.
- Woodford, M. (2003), *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*, Princeton University Press, Princeton.
- Wyplosz, C. (2005), “Fiscal policy: Institutions versus rules”, *National Institute Economic Review*, N° 191, pp. 70-84.