

NÚMERO 225

ANA CAROLINA GARRIGA

Objetivos, instrumentos y  
resultados de política monetaria  
México 1980-2010

DICIEMBRE 2010



[www.cide.edu](http://www.cide.edu)

• Las colecciones de **Documentos de Trabajo** del **CIDE** representan un medio para difundir los avances de la labor de investigación, y para permitir que los autores reciban comentarios antes de su publicación definitiva. Se agradecerá que los comentarios se hagan llegar directamente al (los) autor(es).

• D.R. © 2010. Centro de Investigación y Docencia Económicas, carretera México-Toluca 3655 (km. 16.5), Lomas de Santa Fe, 01210, México, D.F.  
Fax: 5727•9800 ext. 6314  
Correo electrónico: [publicaciones@cide.edu](mailto:publicaciones@cide.edu)  
[www.cide.edu](http://www.cide.edu)

• Producción a cargo del (los) autor(es), por lo que tanto el contenido así como el estilo y la redacción son su responsabilidad.



*Agradecimientos*

*La autora agradece a Mariana Magaldi y a Claudia Maldonado por comentarios sobre versiones previas de este documento.*



## Resumen

---

*Este trabajo presenta una descripción estilizada de la evolución de los principales objetivos, instrumentos y resultados de la política monetaria implementada en México entre 1980 y 2010. El análisis se estructura en torno a tres etapas: (1) Hasta la crisis de 1982, en la que la política monetaria expansiva se subordina a la promoción del crecimiento económico. (2) Entre 1982 y 1994, en la que las autoridades monetarias intentan promover el crecimiento económico con estabilidad de precios mediante la estabilidad del tipo de cambio. (3) Desde 1995 hasta 2010, en la que la política monetaria se dirige al único objetivo de mantener la estabilidad de precios. Esta descripción permite analizar la consistencia interna de la política monetaria mexicana de los últimos treinta años, así como su integración con las estrategias de desarrollo impulsadas por los distintos gobiernos.*

## Abstract

---

*This paper presents a stylized description of Mexican monetary policy's main objectives, instruments and results, between 1980 and 2010. Three distinct phases are analyzed in this period: (1) Before the 1982 crisis, an expansive monetary policy was subordinated to the achievement of economic growth. (2) Between 1982 and 1994, Mexican monetary authorities use exchange rate stability as a means to attain economic growth without inflation. (3) Between 1995 and 2010, monetary policy is oriented to the single goal of price stability. This framework is used to analyze Mexican monetary policy's internal consistency, as well as its integration with different governments' development strategies.*



## *Introducción*

---

Este trabajo tiene por fin presentar una descripción estilizada de la evolución de los principales objetivos, instrumentos y resultados de la política monetaria implementada en México entre 1980 y 2010. En el periodo analizado, se distinguen claramente tres etapas:

- **Hasta la crisis de 1982:** La política monetaria es expansiva y se encuentra subordinada a la promoción del crecimiento económico.
- **Entre 1982 y 1994:** Las autoridades monetarias intentan distintos abordajes a fin de promover el crecimiento económico con estabilidad de precios. El instrumento principal para alcanzar dichos objetivos (la estabilidad del tipo de cambio) se convertirá la principal preocupación de las autoridades monetarias.
- **Desde 1995 hasta el presente (2010):** La política monetaria se dirige al único objetivo de mantener la estabilidad de precios. Se produce una transición gradual hacia el establecimiento de un sistema de metas de inflación.

El resto de este capítulo se estructura de la siguiente manera: La segunda sección describe los tres periodos identificados en la evolución de la política monetaria en México. Primero se sintetiza la política monetaria que imperó en México entre 1968 y 1982, con el fin de entender las bases sobre las que se diseñan los Planes Nacionales de Desarrollo 1983-1988 y 1989-1994. Luego se describe la política monetaria implementada en los años ochenta y mediados de los noventa por las administraciones de de la Madrid y Salinas de Gortari, cuando la estabilidad de precios se confió al éxito del mantenimiento del tipo de cambio. Finalmente, se describe la utilización de anclas monetarias e institucionales para alcanzar el objetivo único de mantener el nivel general de precios, haciéndose particular referencia a la transición e implementación del sistema de metas de inflación. La tercera sección concluye el capítulo, discutiendo el grado de integración de la política monetaria durante el periodo bajo estudio y las repercusiones de la política monetaria sobre el crecimiento.

**TABLA 1. OBJETIVOS DE POLÍTICA Y PRINCIPALES INSTRUMENTOS CAMBIARIOS Y MONETARIOS (MÉXICO, 1976-2010)**

AÑO	OBJETIVOS	ABORDAJE PRINCIPAL	PRINCIPALES INSTRUMENTOS		RESULTADOS (†)		
			CAMBIARIOS	MONETARIOS	CRECIMIENTO	INFLACIÓN	
1976	PROMOCIÓN DEL CRECIMIENTO	POLÍTICA FISCAL (1976-1982)	TIPO DE CAMBIO CON FLOTACIÓN CONTROLADA (12/1976 A 08/1982)	SUBORDINACIÓN DE BANXICO AL PODER EJECUTIVO	ENCAJE LEGAL FINANCIAMIENTO DEL GASTO PÚBLICO	6.8%	26%
1982			DEVALUACIÓN TIPO DE CAMBIO FLOTANTE (08/1982)				
1983	PROMOCIÓN DEL CRECIMIENTO CON ESTABILIDAD DE PRECIOS	POLÍTICAS FISCAL Y CAMBIARIA, Y CONCERTACIÓN SOCIAL ("PACTOS") (1983-1988)	TIPO DE CAMBIO DUAL FLOTACIÓN CONTROLADA CONTROLES DE CAMBIO (09/1982 A 11/1991)	LEY ORGÁNICA BANXICO (1985)	LÍMITES AL FINANCIAMIENTO DEL GASTO PÚBLICO EMISIÓN TÍTULOS DE DEUDA PROPIOS	0.23% [1.11% (‡)]	88.71% [88.36% (‡)]
1988		POLÍTICA CAMBIARIA (1988-1994)	TIPO DE CAMBIO FIJO CON BANDAS DE FLOTACIÓN SIN CONTROLES DE CAMBIO (11/1991 A 12/1994)				
1989	ESTABILIDAD DE PRECIOS		POLÍTICA MONETARIA PARA CONTROLAR EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS (1995-...)	ELIMINACIÓN ENCAJE LEGAL COEFICIENTE DE LIQUIDEZ (30%) (1989-1991)	3.92%	18.38%	
1994		ESTERILIZACIÓN: OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO					
1995	ESTABILIDAD DE PRECIOS	POLÍTICA MONETARIA PARA CONTROLAR EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS (1995-...)	TIPO DE CAMBIO FLOTANTE (FLOTACIÓN "SUCIA")	TRANSICIÓN A METAS DE INFLACIÓN (1999-2000)	OBJETIVO OPERACIONAL: SALDOS EN EL BANXICO	3.51% [5.46% (‡)]	21.48% [18.20% (‡)]
2000			OPCIONES DE COMPRA (07/1996 A 06/2001)		RÉGIMEN DE SALDOS ACUMULADOS (1998-2003)		
2001			SUBASTA CONTINGENTE DE DÓLARES (10/1997 A 07/2001)		RÉGIMEN DE SALDOS DIARIOS (2003-2008)		
2010			SUBASTA DIARIA DE DÓLARES (03/2003 ...)	METAS DE INFLACIÓN (2003-...)	OBJETIVO OPERACIONAL: TASAS DE INTERÉS	2.38% (\$) [2.74% (‡)]	7.91% (\$) [8.20% (‡)]
					TASA DE FONDEO INTERBANCARIO (2008-...)		

Notas: (†) Promedios anuales para el periodo, excepto indicación en contrario. (‡) Promedio anual omitiendo el primer año del periodo. (\$) Promedio para el periodo 2001-2008.

## ***Evolución de la política monetaria mexicana***

### ***1. 1968-1982: Política monetaria expansiva para promover el crecimiento***

Después de casi medio siglo de expansión monetaria, entre mediados de 1950 y fines de 1960 México priorizó —exitosamente— la estabilidad de precios.<sup>1</sup> Desde 1968, en parte apoyándose en los ingresos petroleros, el gobierno deja de lado el objetivo de controlar la inflación para aplicar políticas de tipo keynesianas, utilizando el gasto público para impulsar el crecimiento económico, y sosteniendo una política cambiaria —flotación controlada— de apoyo a la política comercial de sustitución de importaciones.

A simple vista, parece que las políticas aplicadas en los años setenta tuvieron resultados exitosos en términos de crecimiento, ya que el PIB creció a una tasa promedio de 6.86% entre 1970 y 1981 de acuerdo con las cifras reportadas por el Banco Mundial (World Bank, 2010) [ver Figura 1].<sup>2</sup> Sin embargo, los ingresos fiscales no compensaron el gasto público para financiar las políticas de crecimiento. Es por eso que el gobierno recurrió a la expansión monetaria y al endeudamiento externo para cubrir los déficits generados. Como resultado de esta política, las tasas de inflación escalaron consistentemente, desde 2.6% en 1970, llegando a 61% en 1982 y a 90.5% en 1983 (tasa promedio de 26% anual).<sup>3</sup> En paralelo, la deuda externa se multiplicó por trece en el mismo periodo en dólares corrientes (desde casi 7 mil millones de dólares en 1970, a 86 mil millones de dólares en 1982 y a 93 mil millones de dólares en 1983). A esto se sumó el rezago cambiario, necesario para sostener la política de sustitución de importaciones.

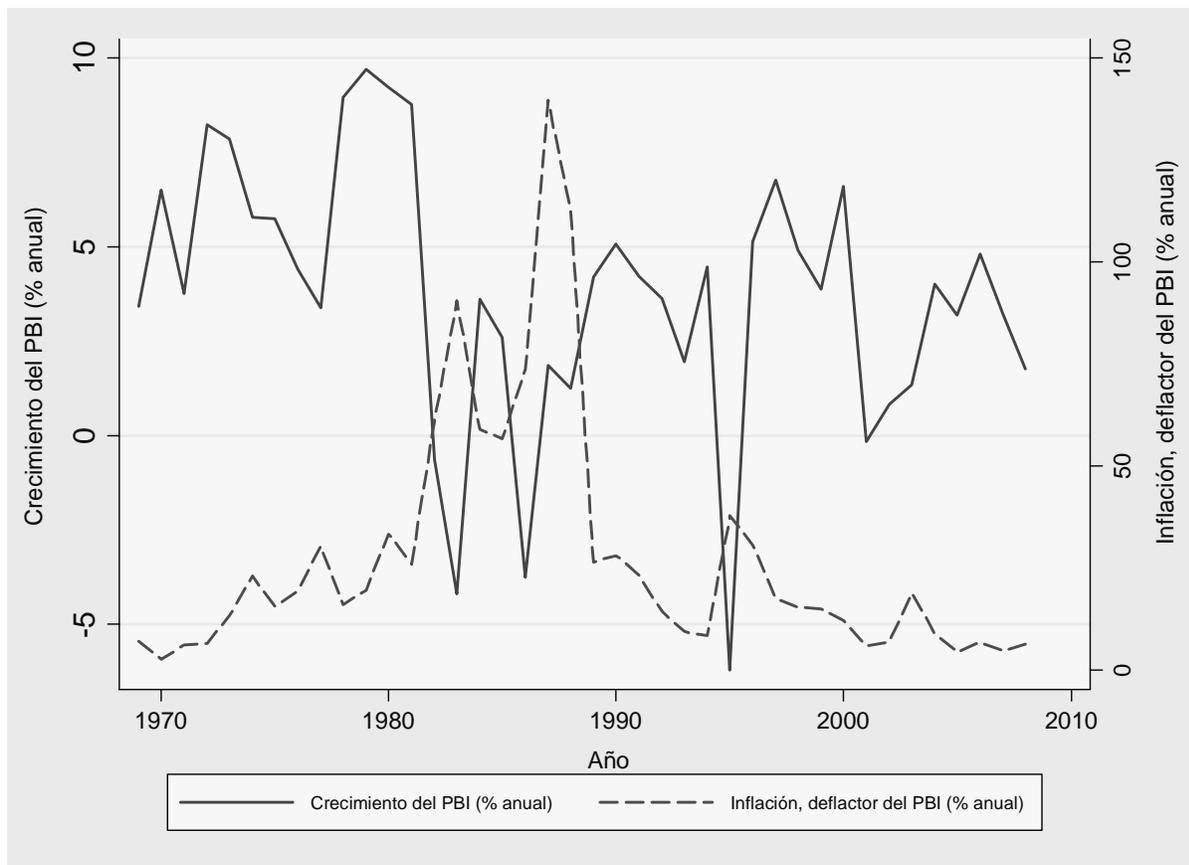
---

<sup>1</sup> Eduardo Turrent Díaz atribuye el celo estabilizador durante este periodo a Antonio Ortiz Mena y Rodrigo Gómez (Turrent Díaz 2001:259).

<sup>2</sup> Salvo indicación en contrario, los datos estadísticos presentados en este capítulo proceden del Banco Mundial (World Development Indicators On-Line) y fueron obtenidos en mayo de 2010. Si bien hay variación en las cifras presentadas por diversas fuentes, se prefirió consistencia en las fuentes con el fin de facilitar la comparación de series temporales.

<sup>3</sup> Las tasas de inflación están medidas usando el deflactor del producto interno bruto (PIB), definido como el cociente entre el PIB nominal y el PIB real.

**FIGURA 1. EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA TASA DE INFLACIÓN (1970-2008)**



Este conjunto de políticas se mantuvo a lo largo de la década de 1970 hasta 1982, cuando a los desequilibrios domésticos se sumó una serie de factores internacionales tales como la caída del precio (y de la demanda) del petróleo, el alza de los intereses, y un entorno económico internacional recesivo. A la falta de ingresos y dificultad de acceder al crédito internacional se agregó la creciente desconfianza en el sistema mexicano, intensificando la fuga de capitales. El gobierno introdujo cambios en la política cambiaria: en agosto de 1982, el peso se devaluó drásticamente y se dejó flotar el tipo de cambio. Sin embargo, la magnitud de la crisis llevó a replantear las políticas macroeconómicas en general, y la política monetaria en particular.

**Resultados.** Es interesante destacar que la correlación entre inflación y crecimiento durante los años setenta fue positiva (de 0.15 entre 1970 y 1980). Es posible que el crecimiento sostenido hasta fines de los setenta —en gran medida, debido al precio internacional del petróleo y a la disponibilidad de crédito externo barato— haya estimulado al gobierno a despreocuparse por la

creciente inflación y a continuar aplicando políticas monetarias expansivas. Sin embargo, tres consideraciones deben tenerse presentes. Primero, aun con tasas de crecimiento positivas, los salarios mínimos reales cayeron durante este periodo en un promedio de 0.6% anuales (Montserrat Huerta and Chávez Presa, 2003: 64). Segundo, dada la falta de financiamiento genuino del crecimiento, apenas se interrumpió el flujo de capitales externos por la crisis de 1982, las tasas de crecimiento se tornaron negativas. Finalmente, y como muestra la Figura 1, el periodo 1970-1980 es una excepción en la correlación entre ambas variables (inflación y crecimiento del producto). Aun incluyendo periodos de mayores ingresos petroleros, la correlación entre tasas de inflación y tasas de crecimiento del PIB es negativa, de -0.42 para el periodo 1970-2008; esto es, altas tasas de crecimiento están asociadas con bajas tasas de inflación.

## ***2. 1983-1994: Objetivos múltiples y apoyo en instrumentos cambiarios***

La crisis de 1982 puso de manifiesto no sólo las debilidades estructurales de la economía, sino que también puso en cuestión cuál debía ser el objetivo central de política monetaria. La experiencia sacó a la luz problemas derivados de una política monetaria orientada en función de objetivos de crecimiento en el corto o mediano plazo. Las expansiones monetarias empleadas en el periodo anterior no sólo no contribuyeron al crecimiento genuino, sino que obstaculizaron en buena medida su cumplimiento, generando espirales inflacionarias y desestabilizando el tipo de cambio. Ante este escenario, el clima intelectual y político de los ochenta favoreció un giro neoliberal.

En primer lugar, las ideas monetaristas comenzaron a ganar lugar sobre los planteamientos keynesianos. Las políticas keynesianas que suponían un *trade-off* entre inflación y empleo a lo largo de la curva de Phillips. Sin embargo, altas tasas de inflación aparecieron en conjunción con altas tasas de desempleo (*stagflation*) en la década del setenta. Muchos se apoyaron en este hecho para cuestionar los efectos reales y de largo plazo de expansiones monetarias, sosteniendo la neutralidad del dinero en el largo plazo. La idea central era que aumentos en la oferta monetaria no sólo no incrementan el producto, sino que generan una inflación que repercute negativamente sobre el crecimiento del producto y sobre la distribución del ingreso. Dado que las altas tasas de inflación operan como un impuesto regresivo sobre los individuos con ingresos fijos (y particularmente, bajos), desincentivan el ahorro y perjudican la inversión de capital, los monetaristas cuestionaban la utilidad de políticas expansionistas como instrumento de apoyo al desarrollo.

En segundo lugar, el entorno político internacional también favoreció la centralidad de los esfuerzos para contener la inflación. México se había

incorporado al FMI en 1976, y cuando acudió a éste en busca de apoyo financiero debió implementar medidas de ajuste para obtener financiamiento. La preocupación por controlar la inflación estaba en el corazón de los programas de estabilización del Fondo. Muchas de las medidas que el gobierno mexicano adoptó en la segunda mitad de 1982 fueron discutidas en las negociaciones con el FMI entre los meses de agosto y noviembre de ese año y comenzaron a aplicarse aun antes de la firma de la Carta de Intención con este organismo internacional. Entre esas medidas se destacan el establecimiento de un tipo de cambio dual con flotación controlada y de rígidos controles de cambio. La nacionalización de la banca se llevó a cabo para limitar la demanda de divisas (otra de las preocupaciones que se reflejaría en la Carta de Intención),<sup>4</sup> sin embargo, la medida no formaba parte de las recomendaciones del FMI. En la Carta de Intención con el Fondo firmada en noviembre de 1982, el gobierno se comprometió a implementar medidas de corte recesivo para reducir la inflación en 80%, establecer un tipo de cambio dual (ya adoptado) y sanear las finanzas públicas.<sup>5</sup>

La política cambiaria asumió un rol central a lo largo de este periodo. Entre septiembre de 1982 y diciembre de 1991 México tuvo dos tipos de cambio: uno libre y otro controlado. El primero significó una transición hacia la determinación del tipo de cambio por la oferta y la demanda. El segundo rigió para importación de materias primas y bienes de capital y para el pago del servicio de la deuda. Cabe destacar que el tipo de cambio controlado vinculaba la política cambiaria a la política comercial, introduciendo distorsiones que subsidiaban la competitividad de las exportaciones mexicanas (y buscando “compensar” los efectos de la liberación comercial).<sup>6</sup>

La conjunción de experiencia reciente, la influencia de ideas monetaristas y los compromisos asumidos con el FMI contribuyeron a redefinir el objetivo de la política monetaria. Esto no significa que la integración de las nuevas ideas a la política mexicana haya resultado en un plan coherente y libre de contradicciones. Aun cuando se colocó el combate a la inflación en el centro de las preocupaciones, no se abandona el objetivo de crecimiento económico. Esto generó algunas tensiones en una política monetaria que perseguía el doble objetivo de obtener crecimiento económico con estabilidad de precios. La característica central de este periodo es que se abordó el problema de la inflación desde el ángulo de la política cambiaria, convirtiéndose la estabilidad del tipo de cambio en la preocupación central de las autoridades monetarias.

---

<sup>4</sup> De acuerdo con Sylvia Maxfield, la administración de López Portillo nacionalizó la banca nacional con el fin no sólo de detener la fuga de capitales, sino también de desincentivar la especulación financiera y de canalizar capitales hacia inversiones de largo plazo en el sector industrial (Maxfield, 1992: 76).

<sup>5</sup> Sobre el proceso de negociación de la Carta de Intención de noviembre de 1982, véase Boughton (2001), especialmente pp. 299-305.

<sup>6</sup> Las distorsiones introducidas por el tipo de cambio controlado pretendían compensar parcialmente las pérdidas ocasionadas por la liberación comercial.

### 2.1. Objetivos e instrumentos múltiples (1983-1988)

El entrante presidente Miguel de la Madrid puso en marcha el *Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988* con el objetivo de reordenar la economía para enfrentar la crisis. De acuerdo con el propio de la Madrid, “los propósitos básicos de la reordenación económica [eran] el abatimiento a la inflación y de la inestabilidad cambiaria; la protección del empleo, la planta productiva y el consumo básico; así como la recuperación de la capacidad de crecimiento” [de la Madrid Hurtado (1984) 2006:72]. El plan incluía una serie de cambios estructurales para modernizar la economía, entre los que se destacan medidas de corte recesivo, límites al rol del Estado en la economía y apertura comercial. De este modo, el Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988 representó la intención de producir un verdadero giro en las relaciones entre el Estado y el mercado, y reafirmó la intención de integrar a México en la economía mundial.

Cabe destacar que, aun cuando la inflación era una preocupación central, el objetivo de la política monetaria de este periodo continuó siendo la promoción del desarrollo, tal como lo revelan los informes presidenciales<sup>7</sup> y las sucesivas cartas de intención firmadas con el FMI. Es destacable que los objetivos de política monetaria manifestados en las cartas de intención con el FMI fueron mantener la actividad productiva (1982 y 1987), apoyar la producción (1984) y apoyar objetivos de crecimiento (1985).<sup>8</sup>

En este periodo se utilizaron múltiples instrumentos para controlar la inflación, destacándose el uso de instrumentos fiscales y cambiarios, así como la concertación de acuerdos con trabajadores y empresarios. Esto se debe a que se atribuyó principalmente la inflación a las presiones que el gasto público ejercía sobre la demanda agregada. A grandes rasgos, el diagnóstico era el siguiente: el gasto público estimulaba una demanda interna que superaba la producción nacional. Esto conducía al alza no sólo de los precios internos, sino también de las importaciones. El incremento en las importaciones se sumaba a la falta de competitividad de las exportaciones mexicanas (agravada por el alza en precios domésticos), acentuando el déficit de balanza de pagos y el consecuente endeudamiento. Los déficits comerciales y de pagos generaban a su vez más presiones sobre el tipo de cambio, las cuales se agregaban a las fuerzas inflacionarias. Por otra parte, dado que el gobierno no contaba con recursos genuinos, el financiamiento del déficit se hacía mediante emisión de moneda, generando otra serie de expansiones monetarias sin contrapartida en el sector real.

En consonancia con este diagnóstico (y con lo acordado con el FMI), se buscó controlar la demanda agregada desde el punto de vista *fiscal*. A fin de limitar el déficit público, el gobierno se comprometió a racionalizar el gasto público y los subsidios, revisar las tarifas de bienes y servicios públicos, así

---

<sup>7</sup> Véanse por ejemplo los informes de de la Madrid ([1983] 2006, [1984] 2006, [1988] 2006).

<sup>8</sup> Véase Manrique Campos (2001: 12-14).

como a combatir la evasión fiscal. Con el fin de reforzar el control del gasto público, en 1985 se modificó la Ley Orgánica del Banco de México, facultando al Banco para fijar límites al financiamiento público. La nueva Ley autorizó a la entidad monetaria para emitir títulos de deuda propios para regular la oferta monetaria, eliminando los límites a la reserva monetaria.<sup>9</sup>

Adicionalmente, se intentó contener la demanda agregada limitando los incrementos salariales. A fin de reducir las presiones salariales sobre el nivel general de precios, las relaciones entre trabajadores y empresas se encauzaron a nivel empresarial, lo cual se reflejó en sucesivos “pactos”.<sup>10</sup> Estos pactos reflejaban la convicción de que el éxito de cualquier política antiinflacionaria dependía del acuerdo entre el gobierno, el empresariado y los trabajadores. Es interesante destacar que, desde la perspectiva oficial, los límites a los incrementos salariales eran un instrumento para contener la inflación y, simultáneamente, para mantener el nivel de empleo [de la Madrid Hurtado (1983) 2006:38].<sup>11</sup>

En el plano *cambiarío*, y como se señaló anteriormente, de la Madrid continuó la política fijada a fines de 1982: imposición de controles de cambio y tipo de cambio dual.<sup>12</sup> El tipo de cambio se ajustó para disminuir el déficit en la balanza comercial, desincentivando las importaciones no productivas.<sup>13</sup> El tipo de cambio controlado comenzaría a reevaluarse en 1988. A fin de proteger las empresas mexicanas que habían contraído deudas en dólares antes del 20 de diciembre de 1982 frente a ajustes en el tipo de cambio, se creó un Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA).<sup>14</sup>

---

<sup>9</sup> Turrent Díaz subraya la importancia de esta modificación. De acuerdo con él, hasta 1985 “la reivindicación de la lucha antiinflacionaria se fincó exclusivamente en el prestigio intelectual, la autoridad moral y la capacidad de persuasión de sus dirigentes”, lo cual fue evidentemente insuficiente. La Ley Orgánica de 1985 altera esta situación al restaurar los límites a la expansión del crédito primario (Turrent Díaz, 2001: 255-256).

<sup>10</sup> Los “Pactos” hacen referencia al Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE); el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC); el Pacto de Solidaridad Económica (PSE); el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE), y el Pacto para el Bienestar, la Estabilidad y el Crecimiento (PABEC).

<sup>11</sup> De acuerdo con el propio de la Madrid, “aceptar los ajustes automáticos en precios y salarios sólo llevaría a perpetuar la inflación” [de la Madrid Hurtado (1983) 2006:19]. Es por eso que se apeló al “sentido de responsabilidad” de los obreros para “moderar legítimas demandas de salarios en aras de mantener las fuentes de producción y empleo” [de la Madrid Hurtado (1983) 2006:53].

<sup>12</sup> Los controles de cambios son distintos tipos de intervenciones del gobierno en el mercado de divisas que alteran el mecanismo de la oferta y demanda. Por lo general, los controles de cambio implican la imposición de límites cuantitativos o cualitativos sobre la compra o venta de moneda extranjera. Por ejemplo, el gobierno puede fijar límites a la cantidad que puede ser comercializada en un periodo de tiempo, determinar precios de compra o venta, o fijar requisitos para comprar o vender divisas. De este modo, los controles de cambios constituyen una forma indirecta de controlar el ingreso y salida de capitales del país. En sentido estricto, la existencia de un tipo de cambio múltiple es una forma de control de cambios. La particularidad del tipo de cambio múltiple es que generalmente el objetivo de este instrumento no es tanto la limitación del movimiento internacional de divisas, sino la protección o estímulo de determinadas actividades económicas.

<sup>13</sup> En contraste, las importaciones “productivas” —esto es, la importación de bienes a ser empleados en actividades industriales— eran apoyadas mediante el establecimiento del tipo de cambio controlado.

<sup>14</sup> El fin principal del FICORCA era apoyar la reestructuración de la deuda externa de las empresas privadas, difiriendo la salida de dólares del país. Sin embargo, este fideicomiso también financiaba empresas a las cuales la devaluación del peso les impedía pagar sus obligaciones externas. Otra de las razones argumentadas por el gobierno para el establecimiento del FICORCA fue la necesidad de “sostener a la planta productiva del país frente a la

**Resultados.** El plan de estabilización de de la Madrid no tuvo los resultados esperados. Aun cuando se eliminaron tanto el déficit público como los de la balanza comercial y la de pagos, la inflación siguió escalando: las tasas anuales más bajas se registraron en 1985 (57%), mientras que la tasa de inflación para 1987 llegó a 140% anual. La tasa promedio para el periodo fue de 89% anual (World Bank, 2010). Por su parte, el objetivo de crecimiento tampoco fue alcanzado: la tasa de crecimiento del PIB promedio para este periodo fue de 0.23%, registrándose tasas negativas en 1983 (-4.20%) y 1985 (-3.75%). Estos resultados pueden apreciarse en la Figura 1.

Cabe destacar que a la falta de efectividad del Plan se sumó una serie de factores que escapaban al control gubernamental, tales como el terremoto de 1985 y la caída precios del petróleo en 1986, que afectaron negativamente el desempeño de la economía. Esto intensificó los esfuerzos antiinflacionarios, llevando a algunos a sostener que desde 1987 el control de la inflación es “la principal estrategia económica seguida por las autoridades monetarias” (León León, 2008:115). Sin embargo, habría que esperar hasta la nueva administración para el cambio formal de los objetivos de política monetaria, y otros seis años más para la incorporación de reformas en las instituciones monetarias.

## *2.2. Objetivos múltiples y apoyo en instrumentos cambiarios (1989-1994)*

En 1988 se anuncia el *Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994* destinado a estimular el crecimiento económico con estabilidad de precios.<sup>15</sup> En la práctica, la política monetaria tendría por objeto controlar la inflación, descrito como “no sólo un objetivo económico sino una obligación social” [Salinas de Gortari (1990) 2006: 110].

Ante la falta de éxito del Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988, el gobierno de Salinas de Gortari acentuó las reformas iniciadas en el periodo anterior (véase Elizondo Mayer-Serra, 1997). La estrategia antiinflacionaria de este periodo se apoyó en idénticos tres pilares. Primero, desde el punto de vista *fiscal*, se insiste en el saneamiento de las finanzas públicas, a fin de revertir las presiones inflacionarias generadas por el déficit fiscal. Segundo, para controlar las presiones inflacionarias de origen *salarial*, se continuó con la concertación de pactos, firmándose el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE). El tercer pilar representó una innovación

---

sextuplicación del tipo de cambio en 1982”, sin subsidiar las tasas de interés o en el tipo de cambio [de la Madrid Hurtado (1984) 2006:38]. Nótese, sin embargo, que la existencia de un tipo de cambio dual representaba un subsidio del tipo de cambio para algunos sectores productivos. Para más detalles sobre el diseño del FICORCA y su fundamento, véase del Cueto (1984).

<sup>15</sup> De acuerdo con el propio Salinas de Gortari, “la recuperación económica con estabilidad de precios” encauzó la política del gobierno, en consecuencia, el Plan Nacional de Desarrollo se proponía sustentar el crecimiento económico mediante tres vías: “la consolidación de la estabilidad económica; la ampliación de recursos para la inversión y la modernización de la planta productiva” [Salinas de Gortari (1989) 2006:24].

importante en estrategia para controlar la inflación en México:<sup>16</sup> la política *cambiaría* se convierte en una herramienta central para controlar la inflación, ya que se utilizó el tipo de cambio como ancla nominal de la economía. Aun cuando se mantuvo el tipo de cambio dual y fijo, en noviembre de 1991 se introducen “minideslizamientos” preestablecidos del tipo de cambio dentro de las bandas de flotación. Mientras que el límite superior de las bandas de flotación se ajustaba diariamente, el límite inferior se mantenía fijo. Este mecanismo de ajuste contribuiría a la sobrevaluación del peso y a su inmediata contraparte comercial: el abaratamiento de las importaciones y el encarecimiento de las exportaciones.

En líneas generales, esta estrategia trajo buenos resultados en los primeros años del gobierno de Salinas de Gortari. El déficit público de más de 12.5% del PIB en 1988 se convirtió en superávit en 1992. La disminución de la presión de financiamiento público sobre el banco central permitió el establecimiento de un coeficiente de liquidez de 30% en lugar del encaje legal en 1989. Este coeficiente de liquidez se eliminaría en 1991. La inflación se redujo drásticamente en 1989, y continuó descendiendo hasta el final del periodo. Aun en presencia de medidas de tipo recesivo, el PIB creció y lo hizo a tasas superiores a las experimentadas desde la crisis de 1982.

El clima de estabilidad económica, sumado a la apertura comercial y financiera, favoreció la atracción de capitales extranjeros. A fin de contener posibles presiones inflacionarias generadas por este incremento en la liquidez, el Banco de México aplicó exitosamente medidas de esterilización, a través de la emisión de títulos públicos.

Desde el punto de vista *monetario*, en este periodo se introduce una reforma institucional de gran importancia para la conducción de la política monetaria. En agosto de 1993 se enmiendan los artículos 28, 73 y 123 de la Constitución de México, institucionalizando la autonomía operacional del Banco de México y fijando como su objetivo primordial la estabilidad del poder de compra de la moneda.<sup>17</sup> No menos trascendente es la protección que el artículo 28 brinda al banco sobre la potestad de decidir la financiación del Estado, ya que “[n]inguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.” Esta reforma se presentó como la institucionalización de “una política monetaria prudente” [Salinas de Gortari (1994) 2006:390], a fin de “mantener la salud financiera de la nación” [Salinas de Gortari (1993) 2006: 314].

---

<sup>16</sup> Cabe destacar, sin embargo, que el recurso a anclas cambiarias no fue un instrumento utilizado solamente por México a principios de los noventa. Además de los países caribeños cuya economía ha estado tradicional (e inevitablemente) atada al dólar estadounidense, Venezuela (1991) y Argentina (1992-2001) también recurrieron a tipos de cambio fijo.

<sup>17</sup> De acuerdo con el texto del artículo citado: “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”.

La crisis de 1994 vendrá de la mano de la rigidez del instrumento utilizado para controlar la inflación. Ya a finales de 1992 era evidente que el peso estaba sobrevaluado. La conjunción de apertura comercial y sobrevaluación del peso contribuyeron al incremento del déficit en la balanza comercial. A ello se sumaron los efectos que el clima político tuvo sobre la confianza de los inversionistas, desencadenándose ataques especulativos en contra del peso. Las presiones al alza del tipo de cambio se veían sin embargo limitadas por la rigidez del mecanismo de ajuste cambiario. Cuando el nuevo gobierno de Zedillo intentó liberar el tipo de cambio del corset impuesto por las bandas de flotación, aplicando una devaluación “controlada”, se generó un pánico de magnitud.<sup>18</sup> La desconfianza en el peso se tradujo en desconfianza en la economía mexicana, no sólo acentuando la devaluación, sino que espoleando una fuga masiva de capitales.<sup>19</sup>

**Resultados.** La inflación fue efectivamente controlada a principios de la década del noventa. Las tasas anuales de inflación llegaron a un dígito en 1993 y 1994, algo que no ocurría desde 1972. En términos de crecimiento, el PIB creció a una tasa promedio de 3.92% anual. Si bien el crecimiento fue relativamente modesto, el contraste con el periodo anterior es remarcable. Las rigideces de la política monetaria sin embargo, repercutieron negativamente sobre los saldos comerciales. Si bien la entrada de capitales —sobre todo, de corto plazo— permitió balancear los déficits comerciales, esta misma dinámica terminaría exacerbando los efectos de la crisis cambiaria de 1994. Cabe destacar que este resultado, si bien paradójico, no debería haber sido sorpresivo. Tal como reflejan Kamin and Rogers (1996), ya a principios de los noventa había evidencia sugiriendo que los programas de estabilización anclados en un tipo de cambio fijo “invariablemente conducen a la apreciación del tipo de cambio real y a la expansión del déficit de cuenta corriente.” Ambas dinámicas tornarían inviable al tipo de cambio fijo que está en el corazón del programa de estabilización, aun cuando las políticas fiscales y estructurales implementadas fueran las adecuadas (Kamin and Rogers 1996:286).<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> La literatura sugiere que aun cuando los inversionistas no anticiparon la devaluación del peso ni la caída en las reservas internacionales, los mercados juzgaron la devaluación en forma benigna (Wilson et al., 2000).

<sup>19</sup> Sobre los orígenes de la crisis de 1994 en el cambio en las expectativas de los agentes económicos, véase Bratsiotis and Robinson (2004), Cole and Kehoe (1996), y Sachs et al., (1996a; 1996b).

<sup>20</sup> Nótese que esta evidencia subrayada en artículos académicos no alteró la decisión de recurrir a anclas monetarias para controlar la inflación ni en México ni en Argentina. La “salida” de la estabilización basada en un tipo de cambio fijo fue traumática en ambos países.

### 3. 1995-2010: Uso de anclas monetarias e institucionales para controlar la inflación

La crisis de 1994 fue la partida de defunción del uso de anclas cambiarias para controlar la inflación. La salida que se buscó —congruente también con la evolución del pensamiento monetario<sup>21</sup> y con experiencias llevadas adelante en otros países— involucró el recurso a anclas de tipo monetario e institucional. El componente central de la política monetaria en los últimos quince años ha sido el mantenimiento de la confianza de los agentes económicos en las autoridades monetarias.

Algunos sugieren que la nueva estrategia monetaria se debió a un cambio de mentalidad en las élites dirigentes del banco central respecto de cuáles eran los *orígenes* de la inflación. A partir de esa redefinición, los instrumentos antiinflacionarios tendrían como objetivo sólo las presiones de la demanda agregada (León León, 2008: 116).<sup>22</sup> Sin embargo, este diagnóstico ya aparecía en el Plan Nacional de Desarrollo de 1983. Lo que sí se hace evidente en este periodo es el convencimiento de las autoridades monetarias sobre la inexistencia de un *trade off* entre inflación y empleo, y sobre la necesidad de controlar la inflación como prerequisite para el crecimiento.<sup>23</sup> Este convencimiento explica la fijación de un objetivo único para la política monetaria. El cambio de instrumento (uso de objetivos cuantitativos) tiene que ver no sólo con una evolución en el pensamiento y experiencia monetaria internacional, sino también con más de una década de esfuerzos fallidos por controlar la inflación, de instrumentos que no permitían ajustes frente a

---

<sup>21</sup> Lo que se conoce como el “nuevo consenso en política monetaria” (Goodfriend, 2007) incluye la aceptación de los siguientes supuestos en los planteamientos monetarios (Bain and Howells, 2009: 122; Bean, 2007):

- (a) La política monetaria puede crear una compensación (*trade-off*) entre producto e inflación en el corto plazo, pero carece de efectos reales en el largo plazo;
- (b) La política monetaria es la principal vía para influir en la demanda agregada;
- (c) El objetivo final de política monetaria es el mantenimiento de una baja inflación;
- (d) El principal instrumento de política monetaria es la fijación de la tasa de interés de corto plazo por parte del banco central;
- (e) El manejo de las expectativas de inflación es crucial;
- (f) Los resultados de política monetaria se mejoran con un banco central independiente.

<sup>22</sup> En realidad, León León va más allá y atribuye la política monetaria al propio consenso de Washington. En particular, se centra en dos de sus puntos principales: que la tasa de interés sea fijada en el mercado de dinero, y que el tipo de cambio sea fijado en el mercado cambiario (León León, 2008: 120). Para el análisis que el propio Banxico realizó sobre los orígenes de la inflación en México, véase Carstens and Werner (1999: 24-37).

<sup>23</sup> Documentos producidos por el propio Banxico reflejan este convencimiento, en los siguientes términos: “Una de las principales lecciones que derivan tanto de la experiencia internacional, como de la propia, es que una política monetaria expansiva carece de capacidad para estimular el crecimiento y el empleo, salvo en condiciones muy especiales [...] En otras palabras, no existe una relación positiva y estable entre inflación y empleo susceptible de ser explotada para mejorar el desempeño de la economía” (Banco de México, 1997: 138).

desequilibrios externos, y de la falta de credibilidad en las instituciones monetarias.<sup>24</sup>

La política monetaria que se aplica desde 1995 se asienta fuertemente en la credibilidad del Banco Central para cumplir con el único objetivo de mantener el valor de la moneda. Gradualmente se llegó a un sistema de metas de inflación, mediante la fijación de objetivos cuantitativos para el crecimiento del nivel general de precios en el mediano plazo.

### *3.1. Fortalecimiento de la independencia del Banxico y transición a un sistema de metas de inflación (1995-2000)*

Desde fines de 1994, tanto el tipo de cambio como las tasas de interés serán fijados por el mercado, con intervenciones monetarias y cambiarias preventivas por parte del Banxico.

En el plano *monetario*, el Banco de México comenzó a fijar objetivos cuantitativos para variables monetarias desde 1995, con creciente éxito. Entre enero y marzo de 1995 se intentó controlar la inflación limitando la expansión de la base monetaria, lo cual no alcanzó para controlar las expectativas inflacionarias. Es por eso que las autoridades monetarias decidieron manejar el saldo de las cuentas corrientes de los bancos en el Banxico a través de lo que en 1998 se formalizaría como el régimen de saldos acumulados. Cuando Banxico aplicaba una política monetaria neutral, ese saldo era cero; si deseaba restringir la oferta monetaria —obteniendo saldos negativos en esa cuenta— aplicaba “cortos” y, de lo contrario, aplicaba “largos”. El mecanismo era el siguiente: El Banxico estableció periodos contables de 28 días, en los cuales los bancos comerciales debían tener un saldo promedio diario de cero.<sup>25</sup> No obstante, Banxico seguía satisfaciendo la demanda de billetes, pero a distintas tasas de interés, dependiendo del objetivo de saldos que tuviera. Si Banxico fijaba un objetivo negativo, suministraba crédito a una tasa de interés superior a la del mercado, ejerciendo una presión alcista en los intereses (aplicaba un “corto”). Al encarecerse el crédito, el uso del dinero se desincentiva. Nótese sin embargo que es el mercado quien fijaba en última instancia la tasa de interés concreta —la cual dependía de las necesidades de los bancos de incurrir en sobregiros.<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> Para evidencia de la política monetaria en este periodo como producto de un proceso evolutivo, véanse por ejemplo, Carstens and Werner (1999) y Martínez et al., (2000).

<sup>25</sup> En el caso de que un banco comercial tuviera un saldo negativo con Banxico, el primero debería pagar intereses a una tasa dos veces la del mercado para los CETES de 28 días. En caso de tener un saldo positivo, el banco comercial estaría perdiendo el rendimiento de mercado.

<sup>26</sup> León León subraya otro efecto restrictivo del “corto”, ya que éste también apreciaba el tipo de cambio: el desequilibrio entre las tasas de interés domésticas e internacionales estimulaba las inversiones extranjeras. La apreciación del tipo de cambio abarataba las importaciones pero encarecía las exportaciones. Al desincentivo del consumo interno vía aumento de la tasa de interés se le sumaba entonces una reducción en la demanda externa, disminuyendo por esta vía también las presiones inflacionarias (León León, 2008: 129).

Las acciones del Banxico operaban como señales que generan ajustes de expectativas en el corto plazo, permitiendo acciones de tipo preventivo.<sup>27</sup>

A fin de ofrecer transparencia para fortalecer la credibilidad del banco central, en 1997 Banxico comenzó a publicar un pronóstico diario de la base monetaria. Sin embargo, las dificultades propias de controlar la inflación mediante el manejo de la base monetaria llevaron a intentar un enfoque de metas de inflación en el mediano plazo.

En el plano de la política *cambiaría*, si bien se dejó flotar el tipo de cambio, se realizaron intervenciones en el mercado cambiario (“flotación sucia”). Entre 1996 y 2001 la Comisión de Cambios compró dólares a instituciones de crédito mediante el mecanismo de *opciones* y vendió dólares a través del mecanismo de *subasta*. El primer mecanismo (las opciones) tenía como fin acelerar la acumulación de reservas internacionales.<sup>28</sup> A fin de mes, Banxico subastaba derechos de venta de dólares que podían ejercerse dentro de un mes, en tanto el tipo de cambio no superara el promedio de los veinte días hábiles anteriores. El segundo mecanismo fue aplicado entre fines de 1997 y mediados de 2001 a fin de limitar la volatilidad del valor del peso. En días en que el precio del dólar se ubicara en 2% o más por encima del tipo de cambio del día anterior, el Banxico subastaba 200 millones de dólares. Cabe destacar la coordinación entre las políticas cambiaria y monetaria en este periodo: Las intervenciones en el mercado cambiario fueron de la mano de medidas de esterilización en el mercado del dinero (compra y venta de títulos públicos).

### 3.2. Estabilización y metas de inflación (2001-2010)

Una vez estabilizado el entorno macroeconómico, las autoridades monetarias fueron capaces de utilizar instrumentos monetarios más directos, y de reducir las intervenciones en el mercado cambiario.

En el plano *monetario*, en este periodo se instrumentaron mecanismos que reforzaron el objetivo de estabilidad de precios. Ya en enero de 1999, el Banco de México fijó como objetivo para el año 2003 alcanzar una inflación similar a la de Estados Unidos y Canadá (un techo del 3% anual). Al año siguiente, se fijaron metas intermedias de inflación anual para 2001 (6.5%) y para 2002 (4.5%). El sistema de metas de inflación se adoptó oficialmente recién con el Programa Monetario para el año 2001. De acuerdo con este sistema, Banxico anuncia un objetivo mediato de inflación (por ejemplo, 3%

---

<sup>27</sup> Una indicación de que el principal efecto de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias era un ajuste en las expectativas (y no la acción directa del Banxico sobre el “precio” del dinero) es que el máximo monto por el que Banxico puso al sistema en “corto” representó el 0.002% de la base monetaria (Carstens and Werner, 1999: 16). En contra, subrayando el componente directo de las acciones monetarias de Banxico, véase Díaz de León and Greenham (2000).

<sup>28</sup> Véase Werner and Milo (1998).

anual para el año 2002), unas bandas “aceptables” de fluctuación ( $\pm 1\%$ ), y un plan de acción para alcanzar dichos objetivos (“calendario”).<sup>29</sup>

Si bien en este contexto la introducción formal de metas de inflación no representó un cambio dramático de política, es necesario destacar que la principal transformación se dio en el objetivo (*target*) de las acciones del Banco Central: las acciones de política monetaria se dirigen no tanto a controlar la inflación *per se*, sino a controlar las expectativas de inflación. De este modo, la autoridad monetaria ha adoptado acciones de tipo comunicacional y preventivo. En el plano de las comunicaciones, y a fin de incrementar la transparencia y consecuente credibilidad del Banco, Banxico no sólo anuncia las metas fijadas para el índice inflacionario, sino que también explica las medidas a adoptar para alcanzarlas, y eventualmente, las razones por las que las metas no se alcanzan en la manera propuesta. Así, por ejemplo, desde el año 2000 se publican informes trimestrales de inflación, brindando información más detallada sobre el comportamiento del nivel general de precios. Cabe destacar que estas acciones no serían creíbles de carecer el Banxico de una efectiva independencia operacional. En el plano preventivo, Banxico ha hecho uso de su autonomía para anticipar y contrarrestar presiones inflacionarias, siendo en algunos casos más conservador de lo necesario para alcanzar las metas anuales de inflación.

Otra transición comenzó en el año 2003, cuando el régimen de saldos comienza a ser reemplazado de hecho por la fijación de la tasa de interés interbancario a un día (“tasa de fondeo interbancario”). En 2003 se sustituye el régimen de saldos acumulados por el régimen de saldos diarios. Al año siguiente, Banxico complementó el “corto” con el anuncio preciso de las tasas de interés deseadas, lo que *de facto* produjo el ajuste de la tasa de fondeo (Banco de México, 2007: 3). Desde 2008, el anuncio de la tasa de fondeo sustituyó formalmente al régimen de saldos como objetivo operacional de política monetaria. A fin de alcanzar el nivel de tasa de fondeo deseada, Banxico comercia títulos de deuda en el corto y largo plazo, y emplea depósitos de regulación monetaria para regular la liquidez en el largo plazo.<sup>30</sup>

Cabe destacar la importancia de la autonomía real del Banxico para el funcionamiento de un sistema de metas de inflación y subrayar, asimismo, que un sistema de metas de inflación es impensable sin un tipo de cambio

---

<sup>29</sup> Los elementos que integran el sistema de metas de inflación incluyen no sólo el anuncio de una meta multianual de inflación y el análisis de un conjunto de variables para predecir el comportamiento de la inflación (para adoptar las medidas necesarias a fin de alcanzar los objetivos fijados), sino también transparencia en las decisiones de política monetaria y esfuerzos por comunicar las mismas a la ciudadanía (Banco de México, 2000: 59).

<sup>30</sup> Los depósitos de regulación monetaria son depósitos obligatorios de largo plazo (de plazo “indefinido”) que las instituciones de crédito mexicanas tienen que constituir en el Banco Central. El importe de estos depósitos que sustituyeron en 2002 a otros instrumentos similares (los depósitos obligatorios y los depósitos voluntarios implementados por Circulares-Telefax emitidas en 1998, 1999 y 2001) es determinado por el Banxico teniendo en cuenta las necesidades de liquidez del sistema y se prorratea de acuerdo con los pasivos de las instituciones de crédito (Banco de México, 2002). Esta última característica distingue a los depósitos de regulación monetaria del tradicional encaje legal bancario.

flotante.<sup>31</sup> De lo contrario, la autoridad monetaria puede verse en la disyuntiva entre adoptar medidas antiinflacionarias o defender el tipo de cambio.

La estabilización monetaria también repercutió en las acciones de política cambiaria. En 2001 se suspenden los mecanismos de compra y de subasta de dólares a instituciones de crédito. El único mecanismo empleado desde entonces por la Comisión de Cambios es la subasta diaria de dólares.

**Resultados.** El uso de instrumentos monetarios para controlar la inflación en conjunción con un tipo de cambio flotante ha tenido efectos positivos sobre la tasa de inflación. En este esquema, el tipo de cambio realiza el ajuste frente a choques externos. Sin embargo, la variabilidad (controlada) del tipo de cambio no inmuniza a la economía mexicana choques externos, tales como los efectos de las crisis financieras asiática, rusa, brasileña o estadounidense. Sin embargo, y teniendo en cuenta que el objetivo de la política monetaria en este periodo fue la reducción (y posterior mantenimiento a bajos niveles) de la tasa de inflación, es posible indicar que los instrumentos monetarios han producido en buena medida los efectos esperados.

Especialmente desde el establecimiento del sistema de metas de inflación, ésta se ha mantenido a un promedio anual de menos de 8%. Si bien este promedio es superior a las metas fijadas por Banxico, la estabilidad de precios alcanzada representa un logro inédito en las últimas tres décadas. Muchos critican la vulnerabilidad externa de la economía (León León, 2008: 114); sin embargo, dicha vulnerabilidad se debe no sólo a factores de tipo monetario, sino fundamentalmente a desequilibrios estructurales en el sector real de la economía. Las tasas de crecimiento han sido modestas, pero debe recordarse que la política monetaria no tiene por fin el crecimiento del producto: aun cuando un entorno de precios estable incrementa la confianza en los actores económicos, facilitando el ahorro y la inversión y, en consecuencia, estimulando el crecimiento económico, la estabilidad de precios no es condición suficiente para el crecimiento.

---

<sup>31</sup> El propio Banxico sostiene que la aproximación a un sistema de metas de inflación se realizó en etapas, comenzando con la independencia del Banco de México en 1993, y la flotación del tipo de cambio en 1994 (Banco de México, 2010). Si bien estos acontecimientos permitieron y favorecieron el establecimiento de un sistema de metas de inflación, no hay suficiente evidencia indicando que estas transformaciones monetarias y cambiarias hayan tenido por fin el establecimiento de un sistema de metas de inflación.

## Conclusiones

---

### *Examen crítico de la política monetaria*

#### *1. Sobre la coherencia interna y la consistencia de la política monetaria*

En los últimos treinta años, la política monetaria mexicana pasó de ser un componente subordinado a una estrategia de desarrollo basado en incentivos del Estado a la actividad productiva, a constituirse en una política relativamente autónoma, con objetivos propios. Esta evolución no estuvo libre de contradicciones que afectaron a la coherencia interna de las políticas implementadas. Algunas de dichas contradicciones se debieron a la incongruencia entre las nuevas ideas que se adoptaban, y las ideas y fuerzas que informaban el contexto político nacional. Un ejemplo claro es la incompatibilidad de política monetaria que se intentó en los años ochenta con el legado del intervencionismo de los setenta. Esto se evidencia en la nacionalización de la banca privada para evitar la fuga de capitales (una medida que generará desconfianza en lugar de atraer capitales). Otro ejemplo patente es el recurso a un tipo de cambio libre para limitar distorsiones en el mercado cambiario y contener la inflación, a la par de un tipo de cambio controlado destinado a subsidiar algunos sectores de la industria nacional.

Otra serie de contradicciones fueron producto de la fijación de objetivos múltiples y potencialmente incongruentes entre sí para la política monetaria, lo cual obstaculizó el cumplimiento de los mismos. Esto se debió a que los instrumentos utilizados para alcanzar algunos fines, malograban los esfuerzos en pos de otras metas. Así, el Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988 pretendía simultáneamente controlar la inflación, proteger el empleo y fomentar el crecimiento.<sup>32</sup> Para controlar la inflación, y en consonancia con los compromisos con el FMI, se adoptaron medidas recesivas que afectaban negativamente al crecimiento y el empleo, al menos en el corto y mediano plazo. Por otra parte, la combinación de políticas antiinflacionarias ortodoxas con intentos de protección de la actividad económica y del empleo reflejada en el Pacto de Solidaridad Económica [de la Madrid Hurtado (1988) 2006: 331], quitaron efectividad a los esfuerzos estabilizadores de la moneda. Es posible que la mayor coherencia en los instrumentos sea la razón del mayor éxito (en términos de crecimiento e inflación) durante la administración de Salinas de Gortari.

---

<sup>32</sup> Recuérdese que, de acuerdo con el propio de la Madrid, los propósitos del plan de reordenación económica eran acabar con la inflación, mantener un tipo de cambio estable, proteger el empleo, la planta productiva y el consumo básico y recuperar la capacidad de crecimiento [de la Madrid Hurtado (1984), 2006:72].

Es muy posible, asimismo, que la mera fijación de objetivos múltiples sea otra indicación del choque entre ideas e intereses que defendían políticas de tipo keynesiana, y quienes apoyaban un giro monetarista.<sup>33</sup> Cabe destacar que el diagnóstico sobre las causas de la inflación no varió sustancialmente desde la crisis de 1982. En tal caso, la creciente congruencia entre el diagnóstico y los objetivos monetarios, así como entre objetivos e instrumentos desde la gestión de Salinas de Gortari respondería a la adscripción de distintas políticas al programa neoliberal, y a la consecuente eliminación de tensiones entre las políticas monetaria, fiscal y social.

## *2. Sobre la política monetaria y las estrategias de desarrollo*

La discusión sobre los efectos de la política monetaria sobre el crecimiento económico ha ocupado buena parte de la literatura económica. La evidencia indica que la asociación entre inflación y crecimiento es negativa (véanse, por ejemplo Barro, 1991; Bruno and Easterly, 1998; Fischer, 1983, 1993; Khan and Senhadji, 2001).<sup>34</sup> México no escapó a esta regla: aun cuando la experiencia de los años setenta parecería contradecirla, las tasas de crecimiento pueden explicarse por la excepcional coyuntura de ingresos petroleros y crédito barato. Apenas esas fuentes de financiamiento se interrumpieron, se puso en evidencia que esas tasas de crecimiento no respondían a una creciente capacidad de producción de la economía.

La dificultad de generar crecimiento en un contexto inflacionario no significa que el control del nivel de precios garantizará el éxito de cualquier política de desarrollo que se implemente. Sí implica, por el contrario, que el control de la inflación contribuirá a la eficacia de políticas tendientes a mejorar las bases estructurales de la economía en el largo plazo. Sin embargo, dichas políticas exceden el ámbito de lo monetario.

En este contexto, el desafío para los próximos años consiste en articular las políticas monetaria y fiscal a fin de respaldar estrategias de desarrollo sustentables. Desde el punto de vista monetario y cambiario, las acciones más importantes parecen relacionarse con el manejo de las expectativas de los agentes económicos. En este sentido, es crucial mantener la credibilidad del Banco Central. La credibilidad de Banxico no depende de su marco legal (que no ha cambiado desde 1993), sino de las acciones del gobierno y del propio Banco. Por un lado, es deseable que el poder ejecutivo mantenga su

---

<sup>33</sup> Esta puja no era más que otra manifestación del debate en torno a la adopción de ideas neoliberales respecto del rol del Estado, presente en México desde los años setenta.

<sup>34</sup> Esta relación, sin embargo, no es lineal (Judson and Orphanides, 1996; Sarel, 1995). La literatura se ha ocupado de establecer también los umbrales a partir de los cuales esta correlación se presenta en países desarrollados y en vías de desarrollo (Bick, 2010; Khan and Senhadji, 2001). Para los primeros, el nivel de inflación a partir del cual la inflación detiene el crecimiento económico está entre 1 y 3%. Para países en vías de desarrollo, se estima que índices de inflación entre 11 y 12% representan el umbral a partir del cual incrementos en la inflación repercuten negativamente sobre el crecimiento (Khan and Senhadji, 2001). Acevedo Fernández (2006) estableció que en México, el umbral a partir del cual la inflación afecta al ritmo de expansión de la economía es de 8.1%.

compromiso de no interferir con la autonomía operacional del Banco. Por otro lado, la autoridad monetaria fortalece su reputación al adoptar decisiones fundadas en el diagnóstico de variables económicas y monetarias, y al presentarlas al público de manera transparente.

Desde el punto de vista cambiario, el reto pasa por mantener un tipo de cambio real predecible. Si bien México tiene un tipo de cambio flotante desde 1995, las autoridades monetarias han intervenido tanto para manejar las reservas internacionales, como para moderar fluctuaciones en el tipo de cambio. La dificultad central que presenta este último reto reside en que el tipo de cambio real depende no sólo del comportamiento de la economía mexicana, sino también de la economía de los Estados Unidos.

## Bibliografía

---

- Acevedo Fernández, Ernesto. 2006. "Inflación y crecimiento económico en México: Una relación no lineal", *Economía Mexicana. Nueva Época* XV (2):199-249.
- Bain, Keith and Peter Howells. 2009. *Monetary Economics. Policy and its Theoretical Basis*. 2<sup>nd</sup> ed. London: Palgrave Macmillan.
- Banco de México. 1997. "Informe sobre la Política Monetaria". México, D.F.: Banco de México.
- \_\_\_\_\_. 2000. "Programa monetario para 2001". México, D.F.
- \_\_\_\_\_. 2002. "Reformas al sistema financiero durante 2002". México, D.F.
- \_\_\_\_\_. 2007. "Instrumentación de la política monetaria a través de un objetivo operacional de tasa de interés (Anexo 3 del Informe sobre Inflación julio-septiembre 2007)". Ed. Banco de México. México, D.F.
- \_\_\_\_\_. *Semblanza Histórica del Banco de México* 2010 [cited July 17]. Available from: <http://www.banxico.org.mx/acercaBM/semblanzaHistorica/SemblanzaHistorica.html>.
- Barro, Robert J. 1991. "Economic Growth in a Cross-Section of Countries". *Quarterly Journal of Economics* 106 (2):407-443.
- Bean, Charles. 2007. "Is There a New Consensus in Monetary Policy?" In *Is There a New Consensus in Macroeconomics?*, ed. P. Arestis. London: Palgrave Macmillan.
- Bick, Alexander. 2010. "Threshold Effects of Inflation on Economic Growth in Developing Countries". *Economics Letters* 108 (2):126-129.
- Boughton, James M. 2001. *Silent Revolution. The International Monetary Fund 1979-1989*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bratsiotis, George J. and Wayne Robinson. 2004. "Economic Fundamentals and Self-Fulfilling Crises: Further Evidence from Mexico". *Journal of International Money and Finance* 23:595-613.
- Bruno, Michael and William R. Easterly. 1998. "Inflation Crises and Long-Run Growth". *Journal of Monetary Economics* 41 (February):3-26.
- Carstens, Agustín G. and Alejandro M. Werner. 1999. "Mexico's Monetary Policy Framework under a Floating Exchange Rate Regime". In *Documento de Investigación No. 9905*. México, D.F.: Banco de México.
- Cole, Harold L. and Timothy J. Kehoe. 1996. "A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis". *Journal of International Economics* 41 (3-4):309-30.
- De la Madrid Hurtado, Miguel. [1983] 2006. "I Informe de Gobierno del Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos Miguel de la Madrid Hurtado 1° de Septiembre de 1983". In *Informes Presidenciales. Miguel de la Madrid Hurtado*. México, D.F.: Cámara de Diputados. Dirección de Servicio de Investigación y Análisis.
- \_\_\_\_\_. [1984] 2006. "II Informe de Gobierno del Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos Miguel de la Madrid Hurtado 1° de Septiembre de 1984". In *Informes Presidenciales. Miguel de la Madrid Hurtado*. México, D.F.: Cámara de Diputados. Dirección de Servicio de Investigación y Análisis.

- \_\_\_\_\_ [1988] 2006. "VI Informe de Gobierno del Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos Miguel de la Madrid Hurtado 1° de Septiembre de 1988". In *Informes Presidenciales. Miguel de la Madrid Hurtado*. México, D.F.: Cámara de Diputados. Dirección de Servicio de Investigación y Análisis.
- Del Cueto, Roberto. 1984. "Programas de Cobertura de Riesgos Cambiarios". *Jurídica. Anuario del Departamento de Derecho de la Universidad Iberoamericana* 16:205-16.
- Díaz de León, Alejandro and Laura Greenham. 2000. "Política monetaria y tasas de interés: Experiencia reciente para el caso de México". In *Documento de Investigación No. 2000-08*. México, D.F.: Banco de México.
- Elizondo Mayer-Serra, Carlos. 1997. "Tres trampas: Sobre los orígenes de la crisis económica mexicana de 1994". *Desarrollo Económico* 36 (144):953-70.
- Fischer, Stanley. 1983. "Inflation and Growth". In *NBER Working Paper No. 1235*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- \_\_\_\_\_ 1993. "The Role of Macroeconomic Factors in Growth". *Journal of Monetary Economics* 32 (December): 485-512.
- Goodfriend, Marvin. 2007. "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy during a Transition to Rational Expectations". *Journal of Economic Perspectives* 21 (4):47-68.
- Judson, Ruth and Athanasios Orphanides. 1996. "Inflation, Volatility and Growth". In *Finance and Economics Discussion Paper No. 96-19*. Washington, DC: Board of Governors, U.S. Federal Reserve.
- Kamin, Steven B. and John H. Rogers. 1996. "Monetary Policy in the End-Game to Exchange-Rate Based Stabilizations: The Case of Mexico". *Journal of International Economics* 41 (3-4):285-307.
- Khan, Mohsin S. and Abdelhak S. Senhadji. 2001. "Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth". *IMF Staff Papers* 48 (1):1-21.
- León León, Josefina. 2008. "La mano invisible del mercado y la evolución de las políticas monetaria y cambiaria: México, 1995-2005". *Análisis Económico* 53 (XXIII):111-42.
- Manrique Campos, Irma. 2001. "México: Modernización financiera integral en la condicionalidad de las políticas de ajuste estructural". In *El Ajuste Estructural en América Latina. Costos Sociales y Alternativas*, ed. E. Sader. Buenos Aires: CLACSO.
- Martínez, Lorenza, Oscar Sánchez and Alejandro Werner. 2000. "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México". In *Estabilización y política monetaria: La experiencia internacional.*, ed. Banco de México. México, D.F.: Banco de México.
- Maxfield, Sylvia. 1992. "The International Political Economy of Bank Nationalization: Mexico in Comparative Perspective". *Latin American Research Review* 27 (1):75-103.
- Monserrat Huerta, Heliana and María Flor Chávez Presa. 2003. "Tres modelos de política económica en México durante los últimos sesenta años". *Análisis Económico* XVIII (37):55-80.
- Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell and Andrés Velasco. 1996a. "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?" *Journal of International Economics* 3-4 (41):265-83.

- Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell, Andrés Velasco, Francesco Giavazzi and István Székely. 1996b. "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?" *Economic Policy* 11 (22):13-63.
- Salinas de Gortari, Carlos. [1989] 2006. "I Informe de Gobierno del Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos Carlos Salinas de Gortari 1° de noviembre de 1989". In *Informes Presidenciales. Carlos Salinas de Gortari*. México, D.F.: Cámara de Diputados. Dirección de Servicio de Investigación y Análisis.
- \_\_\_\_\_[1990] 2006. "II Informe de Gobierno del Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos Carlos Salinas de Gortari 1° de noviembre de 1990". In *Informes Presidenciales. Carlos Salinas de Gortari*. México, D.F.: Cámara de Diputados. Dirección de Servicio de Investigación y Análisis.
- \_\_\_\_\_[1993] 2006. "V Informe de Gobierno del Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos Carlos Salinas de Gortari 1° de noviembre de 1993". In *Informes Presidenciales. Carlos Salinas de Gortari*. México, D.F.: Cámara de Diputados. Dirección de Servicio de Investigación y Análisis.
- \_\_\_\_\_[1994] 2006. "VI Informe de Gobierno del Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos Carlos Salinas de Gortari 1° de noviembre de 1994". In *Informes Presidenciales. Carlos Salinas de Gortari*. México, D.F.: Cámara de Diputados. Dirección de Servicio de Investigación y Análisis.
- Sarel, Michael. 1995. "Non-Linear Effects of Inflation on Economic Growth". In *IMF Working Paper No. 95/56*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Turrent Díaz, Eduardo. 2001. "Perspectivas de la política monetaria en México: Incertidumbre después de la estabilización". *Análisis Económico* XVII (034):257-81.
- Werner, Alejandro and Alexis Milo. 1998. "Acumulación de reservas internacionales a través de la venta de opciones: El caso de México". In *Documento de Investigación No. 9801*. México, D.F.: Banco de México.
- Wilson, Berry, Anthony Saunders and Gerard Caprio Jr. 2000. "Financial Fragility and Mexico's 1994 Peso Crisis: An Event-Window Analysis of Market-Valuation Effects". *Journal of Money, Credit, and Banking* 32 (3, Part 2: What Should Central Banks Do?):450-68.
- World Bank. 2010. *World Development Indicators On-Line*. World Bank 2010 [cited May 2010]. Available from: <http://devdata.worldbank.org/dataonline/>, University of Pittsburgh subscription.

## Novedades

---

### DIVISIÓN DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA

- María del Carmen Pardo, *Los mecanismos de rendición de cuentas en el ámbito ejecutivo de gobierno*, DTAP-245
- Sergio Cárdenas, *Separados y desiguales: Las escuelas de doble turno en México*, DTAP-244
- Sergio Cárdenas, *Obstáculos para la calidad y la equidad: La corrupción en los sistemas educativos*, DTAP-243
- Sergio Cárdenas, Ignacio Lozano, Miguel Torres y Katsumi Yamaguchi, *Identificando beneficiarios de programas gubernamentales*, DTAP-242
- Ma. Amparo Casar, Ignacio Marván y Khemvirg Puente, *La rendición de cuentas y el poder legislativo*, DTAP-241
- Lizbeth Herrera y José Ramón Gil García, *Implementación del e-gobierno en México*, DTAP-240
- Laura Sour, *Gender Equity, Enforcement Spending and Tax Compliance in Mexico*, DTAP-239
- Laura Sour y Fredy Girón, *Electoral Competition and the Flypaper Effect in Mexican Local Governments*, DTAP-238
- Ma. Amparo Casar, *La otra reforma*, DTAP-237
- Judith Mariscal y Federico Kuhlmann, *Effective Regulation in Latin American Countries. The cases of Chile, Mexico and Peru*, DTAP-236

### DIVISIÓN DE ECONOMÍA

- Alejandro López, *Poverty and Commercialization of Non-timber Forest Products*, DTE-486
- Alejandro López et al., *Natural Resource Dependence in Rural Mexico*, DTE-485
- Fausto Hernández, *Obstáculos al desarrollo del sistema financiero en México*, DTE-484
- Rodolfo Cermeño y Benjamín Oliva, *Incertidumbre, crecimiento del producto, inflación y depreciación cambiaria en México*, DTE-483
- Kurt Unger, *Mercado y autoconsumo. Vocación agropecuaria de los municipios de Guanajuato*, DTE-482
- David Mayer, *Divergences and Convergences in Human Development*, DTE-481
- Arturo Antón y Fausto Hernández, *VAT Collection and Social Security Contributions under Tax Evasion: Is There a Link?*, DTE-480
- Eric Zenón y Juan Rosellón, *Expansión de las redes de transmisión eléctrica en Norteamérica: Teoría y aplicaciones*, DTE-479
- María José Roa, *Racionalidad, uso de información y decisiones financieras*, DTE-478
- Alexander Elbittar y Sonia Di Giannatale, *King Solomon's Dilemma: An Experimental Study on Implementation*, DTE-477

## DIVISIÓN DE ESTUDIOS INTERNACIONALES

- Irina Alberro and J. Schiavon, *Shaping or Constraining Foreign Policy?*, DTEI-202
- Jorge Schiavon, *La diplomacia local de los gobiernos estatales en México (2000-2010)*, DTEI-201
- Luis Fernández y J. Schiavon, *La coordinación en la política exterior de Brasil y México*, DTEI-200
- Alejandro Anaya, *Internalización de las normas internacionales de derechos humanos en México*, DTEI-199
- Rafael Velázquez y Karen Marín, *Política exterior y diplomacia parlamentaria: El caso de los puntos de acuerdo durante la LX Legislatura*, DTEI-198
- Jorge Schiavon y Rafael Velázquez, *La creciente incidencia de la opinión pública en la política exterior de México: Teoría y realidad*, DTEI-197
- Jorge Chabat, *La respuesta del gobierno de Calderón al desafío del narcotráfico: Entre lo malo y lo peor*, DTEI-196
- Jorge Chabat, *La Iniciativa Mérida y la relación México-Estados Unidos*, DTEI-195
- Farid Kahhat y Carlos E. Pérez, *El Perú, Las Américas y el Mundo*, DTEI-194
- Jorge Chabat, *El narcotráfico en las relaciones México-Estados Unidos*, DTEI-193
- Jorge Schiavon y Rafael Velázquez, *La creciente incidencia de la opinión pública en la política exterior de México: Teoría y realidad*, DTEI-197
- Rafael Velázquez y Karen Marín, *Política exterior y diplomacia parlamentaria: El caso de los puntos de acuerdo durante la LX Legislatura*, DTEI-198
- Alejandro Anaya, *Internalización de las normas internacionales de derechos humanos en México*, DTEI-199

## DIVISIÓN DE ESTUDIOS JURÍDICOS

- Gustavo Fondevila, *Estudio de percepción de magistrados del servicio de administración de justicia familiar en el Distrito Federal*, DTEJ-47
- Jimena Moreno, Xiao Recio Blanco y Cynthia Michel, *La conservación del acuario del mundo*, DTEJ-46
- Gustavo Fondevila, *"Madrinas" en el cine. Informantes y parapolicías en México*, DTEJ-45
- María Mercedes Albornoz, *Utilidad y problemas actuales del crédito documentario*, DTEJ-44
- Carlos Elizondo y Ana Laura Magaloni, *La forma es fondo. Cómo se nombran y cómo deciden los ministros de la Suprema Corte de Justicia de la Nación*, DTEJ-43
- Ana Laura Magaloni, *El ministerio público desde adentro: Rutinas y métodos de trabajo en las agencias del MP*, DTEJ-42
- José Antonio Caballero, *La estructura de la rendición de cuentas en México: Los poderes judiciales*, DTEJ-41
- Marcelo Bergman, *Procuración de justicia en las entidades federativas. La eficacia del gasto fiscal de las Procuradurías Estatales*, DTEJ-40
- Ana Elena Fierro, *Transparencia: Herramienta de la justicia*, DTEJ-39
- Ana Elena Fierro y Adriana García, *¿Cómo sancionar a un servidor público del Distrito Federal y no morir en el intento?*, DTEJ-38

## DIVISIÓN DE ESTUDIOS POLÍTICOS

- Andreas Schedler, *The Limits to Bureaucratic Measurement. Observation and Judgment in Comparative Political Data Development*, DTEP-224
- Andrea Pozas and Julio Ríos, *Constituted Powers in Constitution-Making Processes. Supreme Court Judges, Constitutional Reform and the Design of Judicial Councils*, DTEP-223
- Andreas Schedler, *Transitions from Electoral Authoritarianism*, DTEP-222
- María de la Luz Inclán, *A Preliminar Study on Pro and Counter Zapatista Protests*, DTEP-221
- José Antonio Crespo, *México 2009: Abstención, voto nulo y triunfo del PRI*, DTEP-220
- Andreas Schedler, *Concept Formation in Political Science*, DTEP-219
- Ignacio Marván, *La revolución mexicana y la organización política de México. La cuestión del equilibrio de poderes, 1908-1932*, DTEP-218
- Francisco Javier Aparicio y Joy Langston, *Committee Leadership Selection without Seniority: The Mexican Case*, DTEP-217
- Julio Ríos Figueroa, *Institutions for Constitutional Justice in Latin America*, DTEP-216
- Andreas Schedler, *The New Institutionalism in the Study of Authoritarian Regimes*, DTEP-215

## DIVISIÓN DE HISTORIA

- Sergio Visacovsky, *"Hasta la próxima crisis". Historia cíclica, virtudes genealógicas y la identidad de clase media entre los afectados por la debacle financiera en la Argentina (2001-2002)*, DTH-68
- Rafael Rojas, *El debate de la Independencia. Opinión pública y guerra civil en México (1808-1830)*, DTH-67
- Michael Sauter, *The Liminality of Man: Astronomy and the Birth of Anthropology in the Eighteenth Century*, DTH-66
- Ugo Pipitone, *Criminalidad organizada e instituciones. El caso siciliano*, DTH-65
- Ugo Pipitone, *Kerala, desarrollo y descentralización*, DTH-64
- Jean Meyer, *Historia y ficción, hechos y quimeras*, DTH-63
- Luis Medina, *La Comanchería*, DTH-62
- Luis Medina, *La organización de la Guardia Nacional en Nuevo León*, DTH-61
- Luis Medina, *El Plan de Monterrey de 1855: un pronunciamiento regionalista en México*, DTH-60
- Mónica Judith Sánchez, *Liberal Multiculturalism and the Problems of Difference in the Canadian Experience*, DTH-59

## Ventas

El CIDE es una institución de educación superior especializada particularmente en las disciplinas de Economía, Administración Pública, Estudios Internacionales, Estudios Políticos, Historia y Estudios Jurídicos. El Centro publica, como producto del ejercicio intelectual de sus investigadores, libros, documentos de trabajo, y cuatro revistas especializadas: *Gestión y Política Pública*, *Política y Gobierno*, *Economía Mexicana Nueva Época* e *Istor*.

Para adquirir cualquiera de estas publicaciones, le ofrecemos las siguientes opciones:

VENTAS DIRECTAS:	VENTAS EN LÍNEA:
Tel. Directo: 5081-4003 Tel: 5727-9800 Ext. 6094 y 6091 Fax: 5727 9800 Ext. 6314  Av. Constituyentes 1046, 1er piso, Col. Lomas Altas, Del. Álvaro Obregón, 11950, México, D.F.	Librería virtual: <a href="http://www.e-cide.com">www.e-cide.com</a>  Dudas y comentarios: <a href="mailto:publicaciones@cide.edu">publicaciones@cide.edu</a>

## ¡¡Colecciones completas!!

Adquiere los CDs de las colecciones completas de los documentos de trabajo de todas las divisiones académicas del CIDE: Economía, Administración Pública, Estudios Internacionales, Estudios Políticos, Historia y Estudios Jurídicos.



## ¡Nuevo! ¡¡Arma tu CD!!



Visita nuestra Librería Virtual [www.e-cide.com](http://www.e-cide.com) y selecciona entre 10 y 20 documentos de trabajo. A partir de tu lista te enviaremos un CD con los documentos que elegiste.