

Independencia del Banco de México y la crisis de 1995

Javier Galán Figueroa*

46

Palabras clave

Gobierno y sistema monetario

Bancos centrales y sus políticas

Política monetaria (objetivos, instrumentos y efectos)

Keywords

Government and the Monetary System

Central Banks and Their Policies

Monetary Policy (Targets, Instruments, and Effects)

Jel: *E4, E58, E52*

* Profesor-investigador de la Especialización en Economía Monetaria y Financiera, Facultad de Economía, unam. E-mail: galfija@unam.mx

Resumen

El objetivo de este trabajo es la descripción de cómo el Banco de México obtiene su autonomía tras la reforma constitucional que entró en vigor en el año de 1994, adicionalmente, explicar cómo el instituto emisor emplea el régimen de saldos para estabilizar las condiciones monetarias y financieras posteriores a la crisis financiera de 1995. Para ello se emplea la literatura correspondiente que discute el postulado de independencia. Posteriormente se utiliza el análisis del impulso respuesta cuyo resultado indica que el Banco de México buscó controlar las variaciones del tipo de cambio para reducir la inflación.

Abstract

The objective of this paper is to describe how Banco de México obtains its autonomy after the constitutional reform that came into effect in 1994, and to explain how the issuing institution uses the balance regime to stabilize monetary and financial conditions after the financial crisis of 1995. For this purpose, the corresponding literature that discusses the independence postulate is used. Subsequently, the impulse response analysis is used, the result of which indicates that Banco de México sought to control exchange rate variations to reduce inflation.

Introducción

En el año de 2024 se celebraron 30 años de tres hechos significativos que implicaron, a su vez, cambios estructurales para la economía mexicana. El primero de ellos fue la puesta en marcha del tlcán entre Canadá, Estados Unidos y México; el segundo la entrada en vigor la autonomía con rango constitucional del Banco de México; y el tercero, la devaluación del peso cuya consecuencia inmediata fue la adopción de la paridad cambiaria flexible y la posterior crisis económica y financiera que la economía mexicana experimentó durante el año de 1995.

Con este trabajo se busca describir en qué consiste la autonomía del banco central mexicano; adicionalmente, explicar cómo se empleó el régimen de saldos a fin de estabilizar la economía tras la crisis de 1995 y así poder cumplir con su mandato de una inflación baja y estable. Para ello el documento se encuentra integrado en las siguientes secciones: en la primera se revisan de manera breve los fundamentos teóricos que dan sustento a la independencia de los bancos centrales, en la segunda sección se explica que el Banco de México estrena su autonomía en una situación de baja de credibilidad debido a la devaluación de la moneda y a la crisis de 1995.

En la tercera sección se aborda el régimen de saldos que empleó la autoridad monetaria para estabilizar las condiciones monetarias de la economía mexicana posterior a la crisis, asimismo poder reducir la tasa de inflación. Mientras en la cuarta sección se lleva a cabo una descripción estadística de la política monetaria que se empleó durante el periodo que estuvo vigente el régimen de saldos, el cual culminó cuando la autoridad monetaria mexicana comienza a emplear la tasa de interés objetivo como el principal instrumento de política monetaria. Por último, se presentan algunos comentarios finales.

Antecedentes de la autonomía

En la era postpandemia, economías como la mexicana han experimentado el problema de la inflación con bajo crecimiento, lo que ha incentivado entre el público en general (intermediarios financieros y no financieros, empresas, academia, entre otros más) discutir la relevancia de la autonomía del banco central (BC) para cumplir con su tarea de la estabilidad de precios. Es importante señalar que esta discusión no es nueva, sino que proviene desde las últimas décadas del siglo XX en donde se

debatía el llamado postulado de independencia¹ (Osorio y Téllez, 2006), el cual consistía en dotar al BC de un conjunto de atribuciones legales en donde se enfatizaba de manera explícita la autonomía del instituto emisor y que coadyuvará con la tarea asignada: la estabilidad de precios.

Entre los autores que han explicado el principio de independencia se encuentra Bennett McCallum (1995), quien la define como el grado de libertad que tiene el BC para no caer en el sesgo inflacionario y que no ponga en riesgo la estabilidad de precios. Carl Walsh (1995) la explica como la capacidad que tiene el BC para aislar las presiones del gobierno y de los partidos políticos a fin de alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios. Mientras Alan Blinder (1998) indica que la autonomía del BC radica en su libertad de tomar de decisiones (independencia de gestión) y de elegir los instrumentos de política que le permitan cumplir con su mandato. Asimismo, Blinder señala que la independencia debe estar orientada a beneficiar a la sociedad y no a los intereses del gobierno ni de los particulares.

Por otro lado, Alex Cukierman (1992 y 2008) explica que el BC puede alcanzar su mandato si cuenta con la independencia legal y efectiva para elegir sus propios instrumentos de política, ya que esto le dotará de credibilidad. Si un BC goza de credibilidad perfecta, entonces podrá apoyar a las políticas del gobierno sin poner en riesgo la estabilidad de precios. Para que esto último ocurra, Thomas Sargent (Vazquez, 2024) indica que debe existir una coordinación monetaria y fiscal, en donde el gobierno no incurra en el déficit. Si lo hace, entonces el BC deberá expandir la cantidad de dinero de la economía, provocando un aumento de la inflación y una pérdida en el po-

der adquisitivo de la población. Además, para Jonathan Heath (2024) el crecimiento de la economía, que se pudiera lograr, será efímero, ya que este estímulo monetario no tiene efecto sostenido en el largo plazo sobre el producto. Por tanto, el mismo Heath enfatiza que el BC debe apegarse a su marco normativo institucional en su interacción con el gobierno. En otras palabras, la autoridad monetaria no debe caer en la inconsistencia intertemporal.²

Para que cualquier BC autónomo pueda cumplir con su mandato, Mishkin (2000) propone los siguientes siete principios como guía para diseñar y conducir la política monetaria bajo el mandato de una inflación baja y estable:

- i. La estabilidad de precios debe ser el objetivo prioritario. Cualquier economía con inflación baja y estable genera beneficios que fomentan el crecimiento económico.
- ii. Para alcanzar la estabilidad de precios debe fomentarse la coordinación entre la política monetaria y fiscal³. Para ello, el BC debe

2 El término inconsistencia intertemporal o dinámica hace referencia en las situaciones en donde la autoridad monetaria no cumple con el objetivo de política que se fijó alcanzar en un determinado horizonte temporal, debido a que prefirió seguir a otros de manera discrecional. Este aporte metodológico se encuentra en el trabajo de Kydland y Prescott (1977) el cual ha sido utilizado en diversas aplicaciones teóricas o empíricas, por ejemplo, se pueden mencionar los trabajos de Sims (1980), Barro y Gordon (1983), Taylor (1993), Galán y Venegas (2013) y Galán (2014), entre otros más.

3 En los trabajos de Fischer (1995) y de Blinder (1998) se menciona que, si existe una coordinación perfecta entre la política monetaria y fiscal, no habría necesidad de llegar al acuerdo institucional de la autonomía del banco central. Sin embargo, bajo la evidencia histórica, los gobiernos siempre actuarán buscando en el corto plazo su beneficio político, sin importar que sus acciones conlleven a una pérdida de bienestar social. Ante estos posibles escenarios, se aboga por la independencia del banco central, y así evitar que las presiones del gobierno obliguen a las autoridades monetarias actuar de manera discrecional.

1 El término de “autonomía” es utilizado en la literatura para referirse a la “independencia” del banco central, por lo que se utilizará de manera indistinta en el presente documento.

- tener la restricción de financiar los déficits públicos o monetizar la deuda pública a través una expansión monetaria y así evitar que la estabilidad de precios esté en riesgo.
- iii. La inconsistencia intertemporal se debe considerar como un serio problema. Esta se origina cuando el gobierno aprovecha del *trade off* que hay entre el empleo y la inflación de corto plazo por motivos electorales o políticos. Por lo que presionan al BC para que éste incentive, de forma discrecional, el crecimiento de la economía. Sin embargo, en el largo plazo esto traerá como consecuencia un incremento de la inflación, menor actividad económica y, por ende, una reducción de los salarios reales;
 - iv. Se debe conducir a la política monetaria bajo el principio *apoyarse contra el viento*, es decir, los efectos de cualquier acción por parte del BC se observan con rezagos y no de manera inmediata, por lo que la autoridad debe anticiparse a los factores de riesgo que pueden afectar a la trayectoria de los precios. Así mismo, el BC no debe esperar que los factores de riesgo o que la inflación ocurran, todo lo contrario, tiene que preverlos y anticiparse. De manera adicional a Mishkin (2000) y Blinder (1998, pp.17) agrega, si el BC observa que su estrategia empleada no evoluciona como se esperaba, debe ajustarla o si evoluciona de acuerdo con lo estimado, entonces debe endurecer o suavizar sus acciones de acuerdo con las condiciones que la autoridad ha pronosticado. De esta forma repercutir sobre la trayectoria de los precios o de la actividad económica;
 - v. Un BC es creíble si sus autoridades (o junta de gobierno) se encuentran obligados a la rendición de cuentas, transparentar las decisiones de política monetaria, así como crear eficientes canales de comunicación entre la institución y el público en gene-

- ral. La autoridad monetaria debe contar con reputación. En caso de que la autoridad incumpla con su mandato monetario, debe entonces, someterse a la sanción correspondiente la cual puede ser la revocación de contrato o destitución del cargo.
- vi. La estabilidad de precios es el objetivo prioritario, sin embargo, no es el fin en sí mismo. Adicionalmente, la política monetaria debe orientarse a largo plazo en estabilizar las fluctuaciones del producto, para que en el corto plazo se pueda minimizar las variaciones de la inflación.
- vii. Con relación con el punto anterior, el BC debe considerar que las recesiones económicas se correlacionan con la inestabilidad financiera. Entonces, el BC debe trabajar para garantizar que las fluctuaciones del producto no afecten al estado de salud del sistema financiero. De este punto, se desprende la discusión de porque el BC debe incluir la estabilidad del producto dentro de su mandato.

Los anteriores principios se encuentran condicionados a la estructura institucional del país, ya que ésta permitirá que el BC se conduzca con plena autonomía. En este sentido, la literatura menciona que la autonomía puede llevarse a cabo de manera operacional, en donde el BC tenga la libertad de elegir sus instrumentos, pero no el objetivo prioritario. Aunado a esto, Mishkin (2000) indica que los bancos centrales deben ser dependientes respecto a su mandato e independientes a los instrumentos, de esta forma la autoridad monetaria podrá definir el ancla nominal que utilizará para hacer converger la inflación al nivel fijado con anterioridad. De acuerdo con Goodhart (1994) y Fischer (1994) esto debe ser así para que la autoridad monetaria pueda utilizar o controlar aquellas variables que le permita alcanzar el nivel de inflación predeterminada.

Para describir cómo funciona el anterior mecanismo primero se define el papel que deben jugar los instrumentos, después identificar los tipos de ancla nominal que pueden utilizar los BC para cumplir con su mandato monetario. De esta manera, los responsables de la política monetaria seleccionan aquellos instrumentos que les permita incidir sobre la trayectoria de las variables que son consideradas objetivo en su mandato (Blinder, 1998). Actualmente los BC utilizan las tasas de interés nominal y real como los principales instrumentos de política monetaria, aunque hay que señalar que existen otros, como la reserva bancaria, la oferta de dinero, por mencionar algunos.⁴

Una vez que se han seleccionado los instrumentos que emplearán para cumplir con el mandato. El BC debe definir el parámetro que utilizará para el anclaje de las expectativas de la inflación. De esta manera, el BC y el público general tendrán a su disposición la información necesaria con el fin de determinar si la autoridad monetaria está cumpliendo con su mandato, o se ha desviado en una acción discrecional buscando alcanzar otros objetivos. De acuerdo con la literatura, lo anterior se le denomina selección del ancla nominal y ayuda a la autoridad monetaria poder alcanzar la estabilidad de precios (Bernanke y Mishkin, 1997; Mishkin, 2000 y Meyer, 2001).

Entre las variables que pueden emplearse como ancla nominal y a la vez evitar que la autoridad monetaria se aleje de su mandato, están: *i)* el tipo de cambio fijo o flexible; *ii)* un nivel de crecimiento de la oferta monetaria; y *iii)* un nivel de inflación de corto plazo.

4 Tras la denominada *gran crisis financiera* o *crisis subprime*, la Reserva Federal redujo al mínimo la tasa de interés, por lo que tuvo que emplear su hoja de balance como instrumento para llevar a cabo una expansión monetaria, que a su vez estimulara la actividad económica, *quantitative easing*. A este mecanismo se le ha conocido como política monetaria no convencional.

El ancla nominal no sólo se mantiene ancladas las expectativas inflacionarias, sino que, además permite reducir aquellos factores que pueden incidir a que los precios aumenten. De esta manera, el BC tiene los grados de libertad necesarios para reducir los efectos negativos sobre el producto.

Es así, como la independencia que gozan hoy en día los BC les permite cumplir con su mandato monetario considerando los siguientes tres aspectos. Primero, aislar las presiones provenientes del gobierno o de grupos políticos, evitando que la autoridad monetaria incurra en acciones discrecionales y que pongan en riesgo su mandato. Segundo, contar con la independencia de seleccionar los instrumentos de política para cumplir con la estabilidad de precios. Por último, independencia para seleccionar al ancla nominal a fin de anclar las expectativas de inflación y, además, reducir el impacto de los choques que puedan afectar al producto. Cabe mencionar, la autonomía se encuentra condicionada a la redición de cuentas, así como a la supervisión continua para determinar si el banco central está cumpliendo o no con su mandato (Galán, 2006 y Adrian *et al.* 2024).

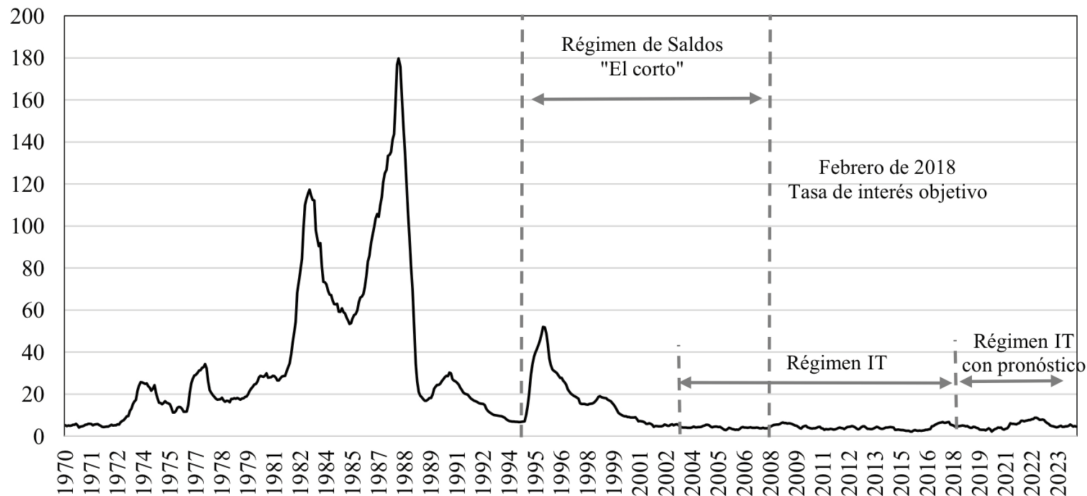
Banco de México con credibilidad nula

El camino que transitó la economía mexicana para que el Banco de México obtuviera su independencia legal a través de la figura de una institución autónoma, puede describirse a partir del periodo de la inflación galopante de los años ochenta, véase la Gráfica 1. Para Heath y Acosta (2019) en este periodo, particularmente en 1988, se caracterizó por un nivel de inflación máxima de alrededor de 180%, acompañado con un crecimiento de la economía del 1.2 por ciento y con un déficit público de alrededor del 12 por ciento con respecto al PIB.⁵

5 Cifras tomadas de Banxico.

Gráfica 1

Evolución de la inflación en México de 1970 a 2024 (valores en porcentaje)



Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

Este escenario de inflación galopante provocó un deterioro significativo del nivel de vida de los mexicanos, entonces, para mitigar esta pérdida de bienestar sobre la población, el gobierno puso en marcha la estrategia económica que se ha conocido como el proceso de estabilización de precios⁶, la cual consistió en: i) reducir el déficit público para ajustarlo al crecimiento de la economía y buscar su equilibrio; ii) ajustar los precios a la inflación esperada de las empresas que pertenecían al Estado; iii) al igual que los precios, los salarios se ajustaban de acuerdo con la inflación esperada; iv) políticas monetaria y fiscal restrictivas; y v) emplear al tipo de cambio como ancla nominal, el cual se ajustaba mediante una banda de flotación y de manera controlada.

6 También es conocida como el Pacto de Solidaridad Económica (PSE) que después se transformaría en el Pacto Para Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE). Para más detalles sobre el PECE se puede consultar la Revista Comercio Exterior de Bancomext (1989) del mes de junio.

Es importante señalar que esta estabilización inicial estuvo a cargo del gobierno mexicano, mientras que el Banco de México, al no ser autónomo, permaneció subordinado, y su función era acumular reservas para defender la paridad cambiaria, así como ajustar el crecimiento de la oferta monetaria para que la trayectoria de la inflación convergiera para llegar a un nivel de un dígito, alrededor del 7 por ciento al cierre de 1994 (ver Gráfica 1).

La anterior política de estabilización de precios fue implementada hasta abril de 1994, cuando entró en vigor la autonomía del Banco de México después de una reforma constitucional. De acuerdo con Heath y Acosta (2019) y Rodríguez *et al.* (2023), la autonomía que goza el banco central mexicano se encuentra sustentada en tres componentes: i) autonomía para ejercer su política monetaria, es decir, Banco de México cuenta con independencia legal y efectiva con rango constitucional y con base a su Ley Orgánica,

además, las políticas monetaria y fiscal son independientes, aunque esto no implica que se coordinen; *ii*) autogestión administrativa y *iii*) autonomía presupuestal.

De acuerdo con la Ley de Banco de México, su objetivo prioritario es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, es decir, mantener una inflación baja y estable. Además, le confiere el rol de promover un sano desarrollo del sistema financiero, así como propiciar un eficiente y seguro funcionamiento del sistema de pagos. Por tanto, el Banco de México no tiene un mandato único porque tiene varios, y uno de ellos es “prioritario” y dadas las circunstancias que prevalecían antes de su autonomía no se consideró agregar la estabilidad del producto, y que era necesario en primera instancia estabilizar los precios, para después, transitar la discusión (actual) hacia el objetivo del producto.

El año de 1994 fue peculiar en la economía mexicana, ya que se conjuntaron varios eventos políticos y económicos, entre ellos: la entrada en vigor del tlcán, la aparición del EZLN, la muerte de Luis Donald Colosio candidato del PRI a la presidencia de la república, las elecciones presidenciales, la devaluación del peso a través del llamado error de diciembre, así como la adopción de la paridad flexible. De manera adicional, la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos se encontraba en una posición restrictiva, lo que implicaba que la tasa de interés de política estuviera en su ciclo alcista.

En resumen, Banco de México estrenó su autonomía en un escenario complejo, ya que entre las primeras acciones que tuvo que tomar fue la de llevar a puerto seguro a la economía mexicana durante la crisis económico-financiera del año 1995 y cuyo detonante fue la devaluación de diciembre de 1994. Adicionalmente, otro incentivo de la

crisis fue la debilidad de los indicadores de la balanza de pagos, debido al elevado déficit en la cuenta corriente, así como a la fuga de capitales que fue incentivada por los hechos políticos del año 1994.

La devaluación de 1994 no sólo produjo la crisis de 1995, sino también provocó que el Banco de México tuviera credibilidad nula. Entre los factores que conllevaron a la ausencia de credibilidad está la falta de transparencia en la conducción de la política monetaria, poca y limitada información, así como una ambigua política monetaria antes, durante y después de la crisis de 1995 (Martínez *et al.*, 2001).

La credibilidad en la política monetaria puede ser explicada a partir del grado de confianza que tiene el público en general sobre las acciones del banco central, es decir, cuando sus autoridades se han comprometido en poner en marcha una determinada política, como es el caso del Banco de México cuyo compromiso es la de mantener la inflación baja y estable para un determinado periodo de tiempo (Galán, 2014). Con base a la literatura, si la autoridad cumple de manera puntual en sus compromisos el costo o el impacto social de su política será mínimo. Pero si incumple, el público en general tendrá desconfianza de las decisiones y sus costos serán elevados. De lo anterior se puede clasificar a la credibilidad en perfecta cuando las políticas tienen bajo costo, imperfecta y nula cuando las políticas tienen alto costo, ya que los agentes tienen desconfianza. De esta forma, el grado de credibilidad dependerá qué tan hábil es la autoridad para alcanzar sus objetivos con el menor costo social. O como lo señala Blinder (2012): la autoridad adquiere credibilidad con sus actos y no con sus palabras.

De acuerdo con Oliva *et al.* (2023), toda acción del BC será creíble si la autoridad monetaria cumple con los siguientes aspectos: *i*)

compromisos, anunciar cuál será el objetivo de política que se busca alcanzar en un determinado periodo, además, definir que indicadores se utilizarán para medir su efectividad, *ii)* reputación, cumplir con los compromisos adquiridos, *iii)* rendición de cuentas, en caso de no cumplir con sus compromisos o mandato se debe sancionar a la autoridad monetaria, por ejemplo, la destitución del cargo o revocación de mandato, y *iv)* transparencia, la autoridad debe crear los suficientes canales de comunicación y mantenerlos abiertos de manera continua, a fin de que el público tenga información completa sobre cómo se instrumenta la política monetaria.

Para recuperar la credibilidad perdida por la crisis de 1995, el Banco de México puso en práctica una serie de acciones, entre las que destacan la publicación de los programas monetarios y los informes de política monetaria, en donde se anunciaba qué tipo de política se implementaría para cumplir con su mandato. Además, qué estrategia se empleará para mitigar los efectos de la crisis sobre la economía mexicana. Asimismo, se implementaron instrumentos de política para determinar el comportamiento del crédito, de la oferta monetaria y de la tasa de interés.

Sin embargo, Martínez *et al.* (2001) mencionan que la tasa de interés objetivo no se implementó tras la adopción de la paridad flexible y de la crisis, debido al elevado riesgo país de la economía mexicana, así como la alta probabilidad de una depreciación disruptiva del tipo de cambio, ya que provocaría volatilidad en la tasa de interés y, por tanto, una mayor inestabilidad monetario-financiera. Para hacer frente a esta situación, la autoridad monetaria decidió estabilizar el sistema bancario a través de la regulación monetaria, a la vez que permitía a la tasa de interés y al tipo de cambio una mayor flexibilidad en su determinación. Este

instrumento de regulación fue conocido como el régimen de saldos o “corto”, ya que no sólo permitía estabilizar las condiciones monetarias de la economía, sino también cumplir con su mandato monetario.

El régimen de saldos

El impacto de la crisis de 1995 sobre la economía mexicana se reflejó en una contracción de la actividad económica de alrededor de 6%, un repunte de la inflación anual de alrededor del 52 por ciento, la tasa de interés se ubicó al cierre del año en alrededor de 48%, el tipo de cambio paso de 3.3, finales de 1994 a 7.65 pesos por dólar al cierre de 1995. Así mismo, se experimentó una destrucción del empleo que se reflejó en un alto nivel de desempleo y que a su vez influyó en una pérdida significativa del nivel de vida de la población mexicana. De manera paralela, se deterioraron los indicadores de desigualdad social, entre ellos, el índice de desarrollo humano, la pobreza, los índices delictivos, entre otros. En suma, la crisis de 1995 es considerada como la más agresiva que ha experimentado la economía mexicana, y cuyo impacto negativo a nivel social se observa aún en la segunda década del siglo veintiuno.

Desde la óptica monetario-financiera, la crisis fue producto de un conjunto de acciones tomadas por parte del gobierno federal en años previos, como la reforma financiera que permitió privatizar la banca y otras medidas regulatorias.⁷ Mientras tanto, el Banco de México

⁷ Guillermo Ortiz Martínez (1994), quien fungió primero como subsecretario de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, SHCP, después como secretario de la misma secretaría y posteriormente Gobernador del Banco de México, relata en su libro *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, el proceso de cómo se implementó la reforma financiera de los años noventa. Dicha reforma fue lo que condujo a la desaparición del encaje legal en México.

eliminó el mecanismo de los requerimientos de reserva (o encaje legal) como instrumento de política monetaria. Con el cual, se obligaba al sistema bancario a mantener una fracción de sus depósitos en reserva para proteger los fondos del público mientras el resto lo podían prestar, evitando así, la posibilidad de una crisis o corrida bancaria.

De acuerdo con Schwartz (1998) lo anterior implicaba que el Banco de México empleaba el mecanismo de requerimientos de reserva para regular la liquidez del mercado de dinero para poder determinar el tamaño del multiplicador monetario, el ritmo de la expansión del crédito y así poder estabilizar la tasa de interés de corto plazo. Es importante señalar que el encaje legal también se utilizaba como canal de financiamiento al gobierno y de aquellos sectores que fueron clasificados estratégicos para el desarrollo del país.⁸

Por tanto, la eliminación de los requerimientos de reserva (encaje legal) implicaba, de acuerdo con Schwartz (1998), que el banco central mejoraba la transparencia de la política monetaria, así como la comunicación con el público en general. Así mismo, permitía la competencia entre los bancos comerciales y entre otros intermediarios financieros. Para sustituir los requerimientos de reserva, los bancos centrales comenzaron a emplear los diversos canales que integran el denominado mecanismo de transmisión de la política monetaria, el cual permite a la autoridad monetaria mantener estables las tasas de interés de corto plazo y cumplir con el mandato monetario.

Sin embargo, con la devaluación de la moneda a finales de diciembre de 1994, el siste-

ma bancario se sumergió en una severa crisis en 1995, en donde algunos bancos tuvieron que declararse en bancarrota y otros estuvieron al borde de la quiebra. Esto creó una posible quiebra sistémica o corrida bancaria y que el sistema de pagos se pudiera colapsar. Para evitarlo, se creó el Fobaproa que tiempo después se transformó en el ipab. De esta manera, el costo de la crisis fue trasladado, para ser pagado por los mexicanos de manera hereditaria y por varias generaciones.

A fin de restablecer la estabilidad del sistema bancario y del sistema de pagos tras la crisis de 1995, Schwartz (1998) señala que se requirió poner en marcha el régimen de encaje promedio cero o también conocido el régimen de saldos o “el corto”, a fin de que el Banco de México pudiera regular a las instituciones de crédito y éstas pudieran operar, además de facilitar la ejecución de la política monetaria, ya que al adoptar la paridad flexible se eliminaba de facto el ancla nominal del tipo de cambio (Heath y Acosta, 2019 y Torres, 2003).

Lo anterior puso en evidencia el error o lo prematuro de haber eliminado los requerimientos de reserva sin antes evaluar y, en su caso, sanear a la banca comercial mexicana, ya que después de la reforma financiera de los años noventa, el sistema bancario se enfrentó a un serio problema de cartera vencida, debido, entre otros factores a una mala gestión administrativa y a una inadecuada regulación. Aunque es importante mencionar que en la década de los noventa no existía el conjunto de instrumentos de supervisión y de regulación que se definieron después de la gran crisis de 2008 y que están enmarcados en su mayoría en los acuerdos de Basilea III. Por tanto, la eliminación de los requerimientos de reserva tuvo que haberse dado conforme los mercados financieros, en especial el sistema bancario, que se de-

⁸ Para el año de 1988 el encaje legal ascendía a un monto de 30%, posteriormente fue sustituido por el coeficiente de liquidez que representó 5% y para 1991 el mecanismo de requerimientos de reserva fue eliminado en su totalidad, siendo sustituido por las operaciones de mercado abierto.

sarrollaban en un ambiente de competencia y con un marco regulatorio adecuado.

El régimen de saldos o el corto consistió en que la autoridad monetaria obligaba al sistema bancario a obtener al cierre de sus operaciones diarias un saldo promedio igual a cero. En caso contrario, aquellas instituciones con saldo negativo deberían pagar al banco central el monto más una penalización de dos veces la tasa del cete vigente (Schwartz 1998 y Martínez *et al.* 2001). Entonces, la autoridad imponía restricciones sobre la liquidez en el mercado interbancario a través del corto para obligar a los bancos a caer en saldo negativo y así elevar las tasas de interés de fondeo y la interbancaria.

Para Martínez *et al.* (2001) y Heath (2003) el corto era el mecanismo que se utilizaba para enviar la señal a los agentes sobre la postura restrictiva del banco central en el mercado interbancario y así poder determinar la tasa de interés al alza, influir en el mercado cambiario y controlar a la inflación. Además, permitió mantener la estabilidad financiera de las instituciones de crédito, porque, tras la crisis de 1995, el sistema de pagos⁹ y el mercado interbancario estuvieron al borde del colapso.

Este régimen estuvo vigente desde 1995 hasta febrero de 2008, cuando el Banco de México comenzó a emplear a la tasa de interés objetivo como el principal instrumento de política monetaria y cuya transición que comenzó en 2004. Previó a la sustitución del régimen de saldos por la tasa de interés objetivo, el Banco de México hace explícito en el programa monetario de 2001 el empleo del régimen del *inflation targeting*,¹⁰ IT, (Rodríguez, *et al.*, 2023).

9 Para una rápida introducción al sistema de pagos y su relevancia en la economía véase el trabajo de Galán y Venegas-Martínez (2016).

10 El término *inflation targeting* suele traducirse al español como el enfoque de blancos de inflación. En este documento se utilizará la abreviatura IT, la cual es utilizada por el Banco de México en sus documentos a nivel internacional.

Mediante el empleo del IT el banco central puede estabilizar los precios mediante el anclaje de las expectativas del público en general, además de incrementar la transparencia de cómo la autoridad conduce su política monetaria (Galán, 2006). De acuerdo con Bernanke y Mishkin (1997) y Meyer (2001) el IT debe ser empleado a través de un índice de precios como referencia y cuyos componentes no sean volátiles ante los choques de oferta, además debe estar definido a través de un rango. De esta manera se otorgan al banco central los suficientes grados de libertad o de flexibilidad para ajustar el IT y así responder a los choques exógenos que pudieran afectar a la trayectoria de la inflación.

En el programa monetario del año 2003 el banco central definió el valor del IT a un nivel de inflación del 3 por ciento +/- un rango de variabilidad de 1 por ciento. El éxito o fracaso del IT no se discute en el presente documento, pero se pueden mencionar algunas críticas que hay sobre el régimen, entre ellas están: *i*) el banco central ha logrado en contadas ocasiones una inflación que se encuentre dentro del rango del 3 por ciento, *ii*) su costo social ha sido elevado, ya que los salarios crecen a un ritmo lento y no han recuperado su poder adquisitivo, y *iii*) el crecimiento de la economía se encuentra limitado.

Con respecto a esto último, es importante señalar que el crecimiento de la economía le corresponde al gobierno federal, a través de una política de crecimiento de largo plazo, algo que ha sido inexistente por décadas. El Banco de México solo tiene el mandato de una inflación baja y estable, agregar el producto debe estar acotado a la estrategia de crecimiento de largo plazo que se pretenda llevar a cabo en el país por parte de la sociedad mexicana y no por los partidos políticos.

Análisis descriptivo

En este apartado se describe brevemente el comportamiento de las variables que intervienen en el diseño y conducción de la política monetaria como la tasa de interés, el tipo de cambio, la oferta de dinero y la inflación. La descripción abarca el periodo en el cual estuvo vigente el ré-

gimen de saldos. Los datos utilizados son de frecuencia trimestral, de enero de 1995 a febrero de 2008 y se obtuvieron del INEGI y del Banco de México. En primer lugar, se emplea la prueba de la causalidad en el sentido de Granger y cuyos resultados se muestran en el Cuadro 1.

Cuadro 1. Causalidad en el sentido de Granger

Causalidad en el sentido de Granger	Rezago 1		Rezago 2		Rezago 3		Rezago 4	
	F-statistic	P-value	F-statistic	P-value	F-statistic	P-value	F-statistic	P-value
Hipotesis nula								
Oferta Monetaria no causa a la Inflación	14.54	0.000	7.89	0.000	1.84	0.153*	2.59	0.051*
Inflación no causa a la Oferta Monetaria	21.22	0.000	15.52	0.000	5.43	0.000	3.31	0.019
Tipo de Cambio no causa a la Inflación	11.95	0.001	2.53	0.09*	19.33	0.000	6.08	0.007
Inflación no causa al Tipo Cambio	3.10	0.084*	4.26	0.020	1.21	0.314*	1.96	0.119*
Tipo de Cambio no causa a la Tasa de Interés	0.06	0.807*	5.28	0.000	1.95	0.135*	0.48	0.748*
Tasa de Interés no causa al Tipo Cambio	0.03	0.868*	3.48	0.039	1.87	0.149*	1.20	0.325*
Oferta Monetaria no causa a la Tasa de Interés	9.80	0.003	3.56	0.036	0.33	0.797*	1.26	0.299*
Tasa de Interés no causa a la Oferta Monetaria	25.62	0.000	12.71	0.000	4.40	0.008	2.33	0.072*
Inflación no causa a la Tasa de Interés	0.89	0.347*	0.02	0.973*	1.01	0.394*	0.21	0.931*
Tasa de Interés no causa a la Inflación	17.30	0.000	6.05	0.004	3.26	0.030	1.52	0.211*

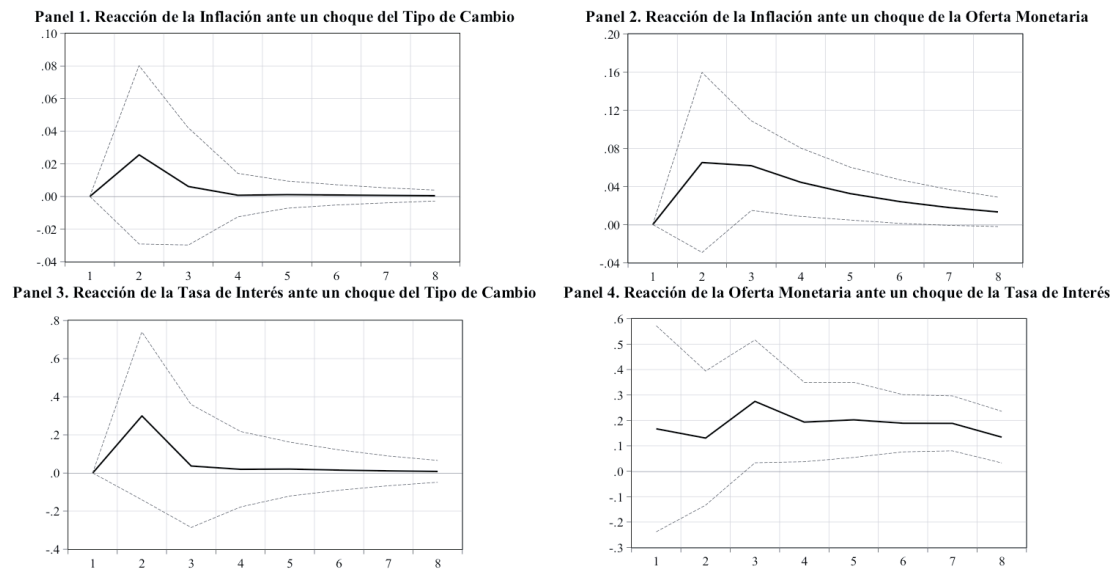
Nota: (*) indica que la prueba es no significativa, por lo que se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa.

Fuente: elaboración propia con datos de INEGI y de Banxico.

Los movimientos en la oferta monetaria determinaron el comportamiento de la inflación en el corto plazo, de acuerdo con el Cuadro 1,

por lo que el banco influyó en su regulación mediante cambios en el monto del corto y en consecuencia sobre la tasa de interés.

Gráfica 2 Impulso respuesta



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

Para reducir la inflación y fluctuar dentro de los parámetros establecidos en los programas monetarios y del rango del 3 por ciento la autoridad monetaria tuvo que reducir las variaciones del tipo de cambio a través de los incrementos de la tasa de interés. De acuerdo con la causalidad de Granger, durante el periodo de estudio existió una relación causal en el corto plazo entre las variables de estudio, lo anterior se apoya con los paneles de impulso respuesta que se muestran en la Gráfica 2.

Las gráficas de impulso respuesta se construyeron a partir de un modelo VAR de orden 3, donde las variables satisfacen la condición de estacionariedad después de la primera diferencia. A través del análisis de impulso respuesta se puede afirmar que el Banco de México pudo reducir la inflación mediante un control de las variaciones del tipo de cambio y que fueron alcanzados empleando una política monetaria restrictiva.

De acuerdo con los trabajos de Calvo y Reinhart (2000 y 2002) esta estrategia conocida como miedo a flotar es utilizada por los bancos centrales con credibilidad nula o imperfecta, y de esta manera toman acciones que les permiten controlar las fluctuaciones de la paridad cambiaria. En el caso del Banco de México, cuya credibilidad era nula por la crisis y por los demás factores mencionados anteriormente, siguió la estrategia de administrar la flotación del tipo de cambio para poder alcanzar una inflación baja. Esta medida le permitió a la autoridad mexicana reducir la inflación de un nivel de 51.9 por ciento en diciembre de 1995 a 3.7 por ciento en febrero de 2008.

Conclusiones

Desde hace treinta años la economía mexicana tiene un banco central con independencia en conducir su política monetaria. Durante este

tiempo, la credibilidad del Banco de México ha evolucionado favorablemente, aunque sus resultados no han sido como los esperados debido a los costos sociales. A pesar de ello, la economía mexicana cuenta actualmente con una tasa de inflación que no representa una pérdida significativa del nivel de vida de la población, tal como ocurría en los años ochenta.

Después de la pandemia, los bancos centrales han sido cuestionados al observarse en varias economías una ola inflacionaria acompañada con bajas tasas de crecimiento. Lo anterior es indicativo que los bancos centrales deben reforzar su independencia, mediante la mejora de los canales de la comunicación, transparencia, así como otorgarles más atribuciones legales para que puedan contar con un mandato ampliado, en donde la estabilidad de precios no sea el único.

En el caso mexicano, se discute la pertinencia de que el Banco de México deba contar con un mandato que incluya la inflación y el producto. Sin embargo, para incluir al producto dentro del mandato, la sociedad mexicana debe primero discutir y ponerse de acuerdo sobre el modelo de crecimiento económico que se seguirá en el largo plazo. Adicionalmente, el Banco de México debe trabajar en mantener un sistema de pagos que esté acorde a la era digital, además de acelerar el proceso para introducir la moneda digital en la economía. Pero lo más relevante es mantener su independencia, ya que se ha observado que en aquellas economías cuyo banco central es autónomo las tasas de inflación son bajas. 🌐

Referencias

- Adrian, T., A. Khan y L. Menand (2024), "A new measure of central bank independence", *IMF Working Paper* 24/035.
- Barro, R. y D. Gordon (1983), "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 12(1), pp. 101-121.
- Bernanke, B. y F. Mishkin (1997), "Inflation targeting: a new framework for monetary policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), pp. 97-116.
- Blinder, A. (1998), *El banco central: teoría y práctica*, Antoni Bosch, Barcelona.
- (2012), "Central Bank independence and credibility during and after a crisis", *Griswold Center for Economic Policy Studies*, Working Paper No. 229.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2000), "Fixing for your life", *NBER Working Paper* No. 8006, noviembre.
- y --- (2002), "Fear of floating", *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), pp. 379-408.
- Cukierman, A. (1992), *Central bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence*, The mit Press, ee.uu.
- (2008), "Central bank independence and monetary policymaking institutions: past, present and future", *European Journal of Political Economy*, 24(4), pp. 722-736.
- Fischer, S. (1994), "Modern central banking", en Capiet et al.: *The future of central banking*, Cambridge University Press, uk.
- (1995), "Central-Bank independence revisited", *American Economic Review* 85(2), pp. 201-206.
- Galán, J. (2006), "Expectativas, blancos de inflación y reglas monetarias. La teoría y una aplicación analítica", *Economía Informa*, 341, pp. 66-80.
- (2014), "El enfoque de las reglas fiscales ante la discrecionalidad de la política pública", *Economía Informa*, 388, pp. 50-67.
- y F. Venegas-Martínez (2013), "Evolución de la política monetaria en México: un análisis var estructural, 2000-2011", *Revista Nicoláita de Estudios Económicos*, 8(1), pp. 69-93.

- y --- (2016), "Impacto de los medios electrónicos de pago sobre la demanda de dinero", *Investigación Económica*, 75(295), pp. 93-124.
- Goodhart, C. (1994), "What should central banks do? What should be their macroeconomics objectives and operations?", *The Economic Journal*, 104(427), pp. 1424-1436.
- Heath, J. (2003), "Los instrumentos de la política monetaria en México a partir de 1995", en F. Chávez (Coord.), *Moneda y régimen cambiario en México. Contribuciones a un debate de política económica*, pp. 189-224, uam-Azcapotzalco, México.
- (2024), "Los retos para el Banco de México a treinta años de su autonomía", en J. Guzmán, coord. *México en la encrucijada. Los retos económicos del país al que aspiramos*, México, Ariel, pp. 59-76.
- y J. Acosta (2019), "Reflexiones y perspectivas a 25 años de la autonomía del Banco de México", *Investigación Economía*, 78(310), pp. 11-39.
- Kydland, F. y E. Prescott (1977), "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, 85(3), pp. 473-491.
- Martínez, L., O. Sánchez y A. Werner (2001), "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión", *Documento de Investigación* No. 2001-02, Banco de México.
- McCallum, B. (1995), "Two fallacies concerning central bank independence", *The American Economic Review*, 85(2), pp.207-211.
- Meyer, L. (2001), "Inflation targets and inflation targeting", *Review* 83(6), pp. 1-14, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Mishkin, F. (2000), "What should central banks do?", *Review issue*, pp. 1-14, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Oliva, B., J. Galán y M. R. Coronel (2023), "Credibilidad, ley de Benford y la política pública del SARS-CoV-2", *Panorama Económico*, 18(38), pp. 243-272.
- Ortiz, G. (1994), *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, FCE, México.
- Osorio, A. y O. Téllez (2006), "Aspectos positivos y normativos de la política monetaria", *Economía Informa* 341, unam, pp. 52-65.
- Rodríguez, V., G. Cuadra y D. Sámano (2023), "Inflation targeting in Mexico: evolution, achievements and policy lessons", en BIS, ed. *Central banking in the Americas: Lessons from two decades*, BIS-Representative Office for the Americas, pp. 113-128.
- Sims, C. (1980), "Macroeconomics and reality", *Econometrica*, 48(1), pp. 1-48.
- Schwartz, M. (1998), "Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria", *Documento de Investigación* núm. 9804. Banco de México.
- Taylor, J. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp. 195-214.
- Torres, A. (2003), *Reglas de política monetaria como ancla nominal: evidencia de la economía mexicana*, cemla, México.
- Vazquez, L. (2024, "Thomas Sargent: Si un gobierno tiene una política fiscal estable y equilibrada, se puede dejar que cualquier idiota administre el banco central", *La Nación*, 15 de diciembre, URL: <https://www.lanacion.com.ar/conversaciones-de-domingo/thomas-sargent-si-un-gobierno-tiene-una-politica-fiscal-estable-y-equilibrada-se-puede-dejar-que-nid15122024/>
- Walsh, C. (1995), "Optimal contracts for central bankers", *The American Economic Review*, 85(1), pp. 150-67.