

# El Banco de México en evolución: transición hacia el esquema de objetivos de inflación

*Eduardo Turrent Díaz\**

## **Antecedentes**

El gobierno de Miguel de la Madrid inició su sexenio con un decidido programa de estabilización para reducir la inflación. Aunque en los primeros años de esa administración los resultados logrados en ese frente se quedaron cortos de sus metas, la tasa inflacionaria se redujo de cualquier manera a 80.8, 59.2 y 63.7 por ciento en 1983, 1984 y 1985. Dos hechos fortuitos dieron al traste con el programa de estabilización lanzado por esa administración. Primero, los terribles sismos ocurridos en septiembre de 1985 y, segundo, la caída que resintió el precio internacional del petróleo en el año de 1986.<sup>1</sup>

Desde el punto de vista instrumental, el esfuerzo estabilizador que se puso en marcha, con tan poca fortuna, final, durante los primeros años del sexenio de De la Madrid fue de corte clásico: se basó, en lo fundamental, en la disciplina fiscal y monetaria y en el complemento congruente de la política salarial y cambiaria. En contraste, el programa que se preparó hacia sus postrimerías fue de un corte muy diferente. A ese plan se refirió ampliamente Aspe en un libro que intituló “El camino mexicano de la transformación económica”.<sup>2</sup> La esencia de ese programa

\* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco.

<sup>1</sup> Gobierno de Miguel de la Madrid, *Las Razones y las Obras, Crónica del Sexenio 1982-1988*, Sexto Año, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 26-28.

<sup>2</sup> Pedro Aspe, *El camino mexicano de la transformación económica*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993.

fue su carácter híbrido o mixto, ya que en su diseño se incorporaron tanto los elementos ortodoxos tradicionales como mecanismos heterodoxos que en años precedentes se habían venido estudiando por expertos en todo el mundo.

Así, la construcción de los llamados “Pactos” implicó la incorporación de los elementos tradicionales ortodoxos y los nuevos o heterodoxos. Los elementos ortodoxos se conformaron con la indispensable disciplina fiscal y monetaria. La parte heterodoxa se integró en lo fundamental con lo que vino a conocerse como concertación social. Dentro de ella, el gobierno se comprometió a mantener al tipo de cambio en una trayectoria predefinida, los trabajadores, los salarios, y los empresarios, los precios finales. El cuadro quedó redondeado con otro elemento novedoso que aportó el gobierno: la apertura comercial, que aplicaría una dosis extra de disciplina al comportamiento de los precios.

Un acontecimiento singular en el transcurso de ese esfuerzo de estabilización fue la adopción por México a partir de 1991 de un régimen cambiario de bandas. Dentro de dicho esquema se estableció un piso y se definió un techo deslizando modificándose la rapidez del desliz acorde con lo que fuera determinándose en las excesivas concertaciones del Pacto. Aunque este esquema se mantuvo en vigor hasta diciembre de 1994, al menos hasta los primeros meses de ese año las autoridades impidieron que el tipo de cambio fluctuara libremente dentro de sus bandas oficiales, utilizándose de facto una banda virtual mucho más estrecha para acotar su comportamiento. Dicho esquema, resulta un antecedente indispensable para explicar la crisis que terminaría echando por la borda el esfuerzo de estabilización que se desplegó mediante los Pactos.

¿Qué fue lo que causó que el régimen cambiario de bandas no pudiese resistir dando lugar a la severísima crisis de balanza de pagos que estalló en diciembre de 1994? Desde un punto de vista técnico, el esquema cambiario de bandas no pudo sostenerse en razón de que se agotó el margen de funcionamiento de los cuatro instrumentos que se habían utilizado a lo largo del año de 1994 para su defensa. Estos instrumentos fueron el movimiento del tipo de cambio dentro de su banda, la utilización de las reservas internacionales del Banco de México para evitar que la paridad rebasara su techo, la elevación de las tasas de interés y el intercambio de los títulos de la deuda pública interna denominados en pesos –principalmente Cetes– por títulos denominados en dólares –Tesobonos. El agotamiento de esos instrumentos derivó en que el tipo de cambio se quedó sin margen de acomodo. Se quedó sin acomodo por estar pegado al techo de su banda de flotación, las reservas prácticamente agotadas, la tasa de interés ya sin posibilidad de elevarse y el mercado sin aceptar los Tesobonos.

## Transición

El avance hacia el esquema Objetivos de Inflación se dio en México en un proceso de aproximaciones sucesivas no exento de titubeos e incertidumbre. Este último aspecto es de la máxima importancia. Sin su consideración, resultaría imposible comprender esas aproximaciones, y una aparente falta de decisiones firmes durante algunos episodios clave de la transición. Quizá no exista mejor manera de captar la incertidumbre que marcó a todo ese proceso evolutivo que la consulta de los documentos coyunturales. En lugar de racionalizaciones *a posteriori*, en sus textos es posible encontrar las motivaciones que animaron a la autoridad en su momento, para tomar medidas –algunas de las cuales, como se verá, tuvieron una permanencia breve– y la explicación de los resultados que se esperaban.

Es más que probable que desde 1988 e incluso hasta bien entrado el año de 1994, nadie hubiese imaginado que el fin de los Pactos como estrategia de estabilización estaba próximo. Cuando esto ocurrió y al quedar el Banco de México prácticamente sin reservas internacionales, a las autoridades no les quedó más opción que pasar a un régimen de flotación cambiaria. Es ahí cuando empieza en los primeros meses de 1995 la transición que interesa aquí. En esos inicios y durante algún tiempo, algunos funcionarios pensaron que la flotación sería transitoria, mientras se restauraban las condiciones –entre ellas, la recuperación de las reservas– para adoptar otro esquema cambiario. Finalmente no resultó así. La flotación empezó a rendir buenos resultados: no se dio la excesiva volatilidad del tipo de cambio que se temía y el esquema terminó por imponerse permaneciendo indefinidamente.

Muy intensa era a principios de 1995 la desconfianza de los agentes económicos causada por la crisis devaluatoria. Las autoridades monetarias tenían que mandar mensajes convincentes de que la política monetaria se aplicaría con rigor al objetivo de combatir la inflación y restaurar la estabilidad. Para alcanzar esa finalidad, se pensó en un enfoque sencillo con dos reglas de conducta muy visibles: aplicar un techo o tope a la expansión del crédito primario del Banco Central y una meta de cero acumulación de reservas. Dado que la incertidumbre se mantenía y que las fugas de capital no cesaban, se decidió hacia mediados de 1995 hacer más estricto al enfoque. Ello incluyó cuatro elementos: a) un objetivo de inflación anual, b) una regla para asegurar que en todo tiempo la oferta de dinero satisficiera sin excesos a la demanda, c) la posibilidad de restringir discrecionalmente la política monetaria en caso necesario, y d) la implantación de metas trimestrales mínimas

de acumulación de reservas y máximas para la expansión del crédito interno del Banco de México.<sup>3</sup>

La determinación de los topes trimestrales mínimos y máximos arriba mencionados requirió necesariamente de la estimación de un pronóstico para la evolución de la base monetaria. Nunca en los programas monetarios para 1995, 1996 y 1997 se afirmó que la política monetaria pudiese aplicarse en una forma mecánica, con tan sólo comparar la evolución de la gráfica de la base monetaria con respecto a su pronóstico. Sin embargo, el pronóstico anual de ese agregado económico cumplió durante algún tiempo un papel importante para el manejo monetario. Además, ese pronóstico resultó también un elemento de utilidad para el público, a fin de que tuviese una referencia para evaluar a la política monetaria. En un principio, esta labor encaminada a la restauración de la credibilidad era importante por la desconfianza prevaleciente desde que estalló la crisis devaluatoria.

El pronóstico sobre la base monetaria se incluyó por primera vez oficialmente en el Programa Monetario del Banco de México para el año de 1997. Según ese documento, la citada trayectoria se había preparado “con base en modelos econométricos” y la estimación había tomado como insumos o antecedentes las predicciones para 1997 “de crecimiento económico, tasas de interés e inflación, y teniendo en cuenta la acusada estacionalidad de la demanda de billetes en circulación”. Así, junto con la “trayectoria esperada de la base monetaria”, el resto de los elementos para evaluar la política monetaria en 1997 serían las metas mínimas de “acumulación de activos internacionales netos”, los “límites trimestrales a la expansión del crédito interno” y “los criterios para la ejecución de la política monetaria” entre los cuales cabe destacar el siguiente: “el Banco procurará mantener la evolución de la base monetaria sin desviación indeseable respecto de la trayectoria [estimada] de dicha base consignada [en dicho documento]”.<sup>4</sup>

Con todo, con el paso del tiempo uno de los elementos de ese enfoque empezó a debilitarse hasta perder casi totalmente relevancia. Este elemento fue precisamente el pronóstico relativo a la evolución de la base monetaria. ¿Qué fue lo que ocurrió? A niveles inflacionarios medios o bajos, la estimación econométrica de la base monetaria se volvió mucho más difícil de hacer, principalmente por el proceso de remonetización que tiene lugar cuando la inflación desciende. El otro factor, quizá de mayor importancia, fue que en niveles de inflación semejantes, la

<sup>3</sup> Agustín G. Carstens y Alejandro M. Werner, *Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime*, Banco de México, Dirección General de Investigación Económica, mayo de 1999, documento de investigación 9905.

<sup>4</sup> Banco de México, *Exposición sobre la política monetaria para 1997*, México, enero de 1997, pp. 23-25, 26-28.

correlación entre la base monetaria y la inflación se torna mucho más inestable e impredecible.

Al fenómeno anterior que se observó sobre todo durante los años de 1997 y 1998 se refieren al menos dos textos. El Programa Monetario del Banco de México para 2001 y el discurso que pronunció el Gobernador Guillermo Ortiz, ante la Convención de Banqueros de 2001.<sup>5</sup> Las explicaciones fueron en esencia las mismas. En aquel primer documento se señaló que durante el lapso 1986-2000 se había dado en México una correlación muy estrecha entre la evolución de la base monetaria y la inflación, pero que ésta había tendido a desvanecerse en forma creciente de 1977 hasta 2000. Ese hecho era atribuible “al fenómeno de remonetización que había tenido lugar como consecuencia de “la consolidación de la tendencia decreciente de la tasa de inflación”.”<sup>6</sup>

Había otra razón que le había quitado importancia a la trayectoria de la base monetaria como instrumento guía para la actuación del banco central. Durante la primera fase de aquel esfuerzo de estabilización, las fluctuaciones de la inflación se habían anticipado a las de la base monetaria. Para las autoridades del Banco de México ese hecho era comprobación de que en el pasado los brotes inflacionarios no habían sido consecuencia de una política monetaria expansiva, sino que ésta simplemente se había acomodado a choques inflacionarios generados por otras causas: movimientos imprevistos del tipo de cambio, de los salarios o de algunos precios importantes en la economía.<sup>7</sup>

De hecho, en el Programa Monetario para 2000 ya se había presentado un recuento sobre la dilución de la correlación entre la inflación y el movimiento de la base monetaria. Según ese reportaje, dicho fenómeno ya había sido observado con mucha nitidez en la experiencia monetaria en Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos y Suiza.<sup>8</sup>

Así, quizá el primer paso importante en el proceso evolutivo hacia el esquema OI se dio en octubre de 2000 cuando la Junta de Gobierno del Banco de México acordó una meta de inflación de mediano plazo: 3% de aumento de los precios para el cierre del año 2003. Para el año 2000 se estableció ese objetivo en 10 por ciento, y en septiembre de 2000 se anunció al público que la meta para 2001 sería una inflación no superior a 6.5 por ciento anual. Finalmente, para el año 2002

<sup>5</sup> Palabras del Dr. Guillermo Ortiz, Gobernador del Banco de México, en ocasión de la Sexagésimacuarta edición de la Convención de Banqueros, Acapulco, Gro., abril de 2001.

<sup>6</sup> Banco de México, *Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre de 2000 y Programa Monetario para 2001*, México, (s.e.), enero de 2001, p. 62.

<sup>7</sup> *Op. cit.*, p. 62.

<sup>8</sup> Banco de México, *Política Monetaria. Programa para 2000*, México, (s.e.), enero de 2000, pp. 49-50.

se acordó un objetivo para la inflación no superior a 4.5 por ciento para el cierre de ese año.<sup>9</sup> En esta materia de anunciar las metas de inflación, un nuevo avance muy importante se dio en junio de 2002 cuando se otorgó a la cifra de inflación de 3 por ciento, el carácter de meta permanente para la política monetaria del Banco de México.<sup>10</sup>

Mucho antes de esto último, otro avance relevante fue cuando el Banco de México decidió presentar a la opinión pública una nueva publicación. Esta medida se anunció en el Programa Monetario para 2000. Así, la primera edición del Informe Trimestral correspondió a la del primer periodo correspondiente de ese año y entró a la circulación en abril.<sup>11</sup> El motivo para lanzar esa publicación fue el de fortalecer los mecanismos de comunicación y explicación por parte del banco central hacia la opinión pública. Los esfuerzos en ese sentido se habían iniciado desde 1995, cuando se creó un reporte semanal en el que el Banco de México daba a conocer su balance, incluyendo el saldo de la reserva internacional y de la deuda interna del Gobierno Federal. Adelantos recientes en materia de teoría y de política monetaria habían comprobado que la credibilidad y la confianza en el banco central incrementan de manera importante la efectividad de sus acciones.

El gran paso se dio en enero de 2001, a raíz del aviso de que el Banco de México adoptaba oficialmente el esquema de política monetaria Objetivos de Inflación, OI. Las razones operativas para este cambio han sido ya explicadas. Las razones de fondo fueron las de aumentar la efectividad y la transparencia de la administración monetaria “ante los cambios que ha experimentado la economía de México” en el transcurso de los últimos años. Con esta declaración se enfatizaba también que las acciones de política monetaria las decidía el Banco de México a partir de “un análisis y continuo” de todas aquellas variables que “inciden sobre el comportamiento de la inflación” y que son de utilidad para formular pronósticos sobre el comportamiento hacia el futuro del nivel de los precios.<sup>12</sup>

La definición definitiva del esquema de Objetivos de Inflación que sigue actualmente el Banco de México tuvo verificativo durante el verano y el otoño de 2002. En el informe de inflación para el segundo trimestre de ese año, dado a conocer en julio, se anunciaron tres avances muy importantes. Uno de ellos, ya comentado, respecto a la determinación de la meta de largo plazo para la política monetaria del Banco de México. La segunda respecto a que el indicador oficial

<sup>9</sup> Banco de México, *Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre de 2000...* Op. cit., p. 68.

<sup>10</sup> Banco de México, *Informe sobre la Inflación abril-junio de 2002*, México, pp. 75-77.

<sup>11</sup> Banco de México, *Informe sobre la Inflación enero-marzo de 2000*, México, p. 1.

<sup>12</sup> Banco de México, *Informe sobre la Inflación octubre-diciembre de 2000 y Programa Monetario para 2001*, México, enero de 2001, pp. 59 y 66-67.

para esa meta de largo plazo sería el INPC (Índice Nacional de Precios al Consumidor) que el Banco de México calcula desde 1969. La tercera, fue la determinación de un intervalo de variabilidad alrededor del objetivo de inflación de largo plazo de más y menos un punto porcentual. Es decir, un margen de variabilidad con un ancho de 2 por ciento sobre el objetivo de inflación de 3 por ciento anual.<sup>13</sup>

Resulta interesante recoger, aunque sea en forma sintética, las razones dadas por la autoridad para tomar esas tres medidas. Respecto a la meta de largo plazo, se hicieron consideraciones de cuatro tipos. En primer lugar se citaron los estudios disponibles respecto a que metodológicamente los índices de inflación tienden a sobreestimar la inflación anual en 1.5 o 2 por ciento. Por esa razón y por la imposibilidad práctica de que la tasa de interés nominal se acerque mucho a su límite natural de cero, no era conveniente que la meta se fijara demasiado próxima a ese piso. Asimismo, una meta de inflación de tres por ciento anual diaria margen para el acomodo de precios relativos que siempre tiene lugar dentro de una economía. Por último, la experiencia internacional sugería la conveniencia de que la meta de inflación en un país en desarrollo fuese ligeramente más elevada que en los países desarrollados.

El INPC se eligió como el indicador de referencia idóneo para la meta de largo plazo por tres razones. Era el indicador de precios más conocido por el público, y ya se había hecho una tradición arraigada utilizarlo como referencia en contratos y negociaciones. A ello se agregaba que los resultados de ese indicador se daban a conocer periódicamente, y era el índice de precios más completo y representativo que existía en el país. Finalmente, los argumentos para determinar un margen de variabilidad alrededor de la meta de largo plazo fueron tres. El primero, era que la política monetaria no ejerce un efecto directo e inmediato sobre los precios. El segundo, que existían en la economía un conjunto de precios cuya determinación tenía una relación mucho menos directa con las acciones de la autoridad monetaria, como los precios administrados por otras autoridades o las cotizaciones de las frutas y verduras muy expuestas a las variaciones climáticas. Tercero, las variaciones no anticipadas del tipo de cambio y de los salarios también influían sobre la inflación de manera imposible de prever.<sup>14</sup> Por último, para establecer el ancho de la banda lo que contó fue la experiencia: el intervalo descrito se determinó de acuerdo con la experiencia histórica de la irregularidad tanto de la inflación del índice subyacente como la de los subíndices del INPC no incluidos en el índice subyacente”.

<sup>13</sup> Banco de México, *Informe sobre la Inflación abril-junio de 2002*, México, julio de 2002, p. 74.

<sup>14</sup> *Op. cit.*, pp. 24-80.

La última vuelta de la tuerca o el broche de oro a la forma definitiva que tiene en la actualidad el esquema OI se consumó en octubre de 2002. En el Informe de Inflación para julio-septiembre de ese año, la Junta de Gobierno del Banco de México dio a conocer su decisión de expedir un calendario para anunciar las medidas de política monetaria. Esta decisión se tomaba para “ofrecer al público una mayor certidumbre respecto a la postura de la política monetaria” y al comportamiento de las tasas de interés. La medida respondía también a la necesidad de enfatizar “la perspectiva de mediano plazo” que enmarca a la política monetaria y a la conveniencia de reforzar la comunicación, si las medidas de política monetaria respondían a una periodización predeterminedada. Con todo, en casos extraordinarios el Banco de México se reservaba la posibilidad de tomar acciones fuera de calendario.<sup>15</sup>

En el Cuadro 1 a continuación se presenta un resumen cronológico de los avances que llevaron a que el esquema OI del Banco de México tenga el perfil que presenta en la actualidad. En términos de tiempos, se aprecia que ese proceso tuvo tres fases básicas. La primera se extendió de septiembre de 1999 a octubre de 2000, en cuyo transcurso se anunciaron la creación del Informe Trimestral sobre la Inflación, Índice de Inflación Subyacente y se determinó la trayectoria para llegar al cierre de 2003 a una inflación anual de 3 por ciento. Posteriormente, en enero de 2001 se hizo oficial la adopción del esquema OI por parte del Banco de México. Finalmente, entre julio y octubre de 2002 se dieron a conocer la meta de inflación de largo plazo, la definición del INPC (Índice Nacional de Precios al Consumidor) como el indicador de referencia para la inflación, un intervalo de variación alrededor de la meta de largo plazo y por último, el calendario anual para el anuncio de las medidas de política monetaria.

**Cuadro 1**  
**Banco de México**  
**Transición hacia el esquema OI**

<i>Núm.</i>	<i>Medida</i>	<i>Fecha</i>	<i>Fuente</i>
1	Objetivo de Inflación para 2000 (10%)	sept., 1999	Boletín de prensa
2	Informe Trimestral de Inflación	enero, 2000	Programa Monetario para 2000
3	Índice de Inflación Subyacente	abril, 2000	Informe Inflación enero-marzo 2000
4	Objetivo de Inflación para 2001 (6.5%)	oct., 2000	Informe Inflación jul.-sept., 2000
5	Objetivo de Inflación para 2003 (3%)	oct., 2000	Informe Inflación jul.-sept., 2000
6	Objetivo de Inflación para 2002 (4.5%)	oct., 2000	Informe Inflación jul.-sept., 2000
7	Adopción oficial del esquema OI	enero, 2001	Programa Monetario para 2001

<sup>15</sup> Banco de México, *Informe sobre la Inflación julio-septiembre de 2002*, México, octubre de 2002, pp. 77-84.

**Cuadro 1**  
**Banco de México**  
**Transición hacia el esquema OI**

continúa

<i>Núm.</i>	<i>Medida</i>	<i>Fecha</i>	<i>Fuente</i>
8	Meta de inflación de largo plazo	julio, 2002	Informe Inflación abr.-jun., 2002
9	INPC referencia de la meta oficial	julio, 2002	Informe Inflación abr.-jun., 2002
10	Intervalo de variación respecto de la meta oficial	julio, 2002	Informe Inflación abr.-jun., 2002
11	Calendario de política monetaria	oct., 2002	Informe Inflación jul.-sept., 2002

Fuente: Banco de México.

**Ventajas del esquema OI**

El esquema de política monetaria llamado Objetivos de Inflación se distingue por las siguientes características:

- a) Determinación de la estabilidad de cómo la finalidad prioritaria para el banco central.
- b) Flotación del tipo de cambio.
- c) Autonomía del banco central.
- d) Establecimiento de objetivos de inflación de mediano y largo plazos.
- e) Análisis de todas las variables económicas para detectar presiones inflacionarias.
- f) Intención preventiva de las acciones de la política monetaria.
- g) Transparencia y esfuerzo de comunicación con el público para conseguir credibilidad en favor de la autoridad monetaria y de sus acciones.
- h) Rendición de cuentas para legitimar la autonomía del banco central.

La anterior enumeración requiere varios comentarios. En primer lugar, la autonomía del banco central resulta indispensable, si la finalidad prioritaria de la política monetaria es la estabilidad monetaria y además van a existir metas anuales de inflación que se deben alcanzar. La rendición de cuentas es la contrapartida necesaria a la autonomía. Si el banco central es un ente autónomo, tiene que informar qué hace, cómo lo hace y por qué lo hace. Asimismo, sin un objetivo intermedio –papel que antes cumplía un tipo de cambio fijo o de comportamiento predeterminado– la conducción de la política monetaria tiene que apoyarse en la observación de todas las variables. La intención preventiva de la política monetaria encuentra justificación en la conveniencia de minimizar los costos sociales de com-

batir la inflación. Esto último se consigue también, mediante la transparencia y una política de comunicación efectiva para que el banco central gane credibilidad y confianza.

### *Autonomía*

La primera ventaja del enfoque OI proviene de la base institucional sobre la que está fincado: la autonomía del banco central (ABC). Alex Cukierman, uno de los más prestigiados expertos en la materia de la independencia de la banca central y su vinculación con la capacidad de la política monetaria para reducir la inflación, ha señalado que las bondades de la ABC pueden explicarse en el plano teórico y empírico.<sup>16</sup>

El argumento teórico parte de la idea de que los funcionarios públicos y los políticos en general suelen tener en el desempeño de sus cargos un sesgo inflacionario. Este hecho deriva también, en muy buena medida, de que con frecuencia las personas que han sido elegidas para desempeñar una encomienda gubernamental tienen motivaciones de corto plazo. Con frecuencia, buscar la nominación para otros cargos de elección popular. De ahí que esas personas tiendan a incurrir en gastos excesivos para realizar obras o estimular en forma temporal la actividad económica. La autonomía del banco central es el instrumento más eficaz para contrarrestar ese sesgo inflacionario de la política, con base en razones de bienestar general. Cabe notar que la ABC no elimina ese sesgo, siempre presente, únicamente lo contrarresta.

En términos empíricos son muchos los estudios que han sido realizados a lo largo de los años para mostrar que existe una correlación inversa muy elevada entre ABC –sobre todo cuando ésta es robusta– y una inflación baja y permanente. Por otro lado, una autonomía del banco central débil o poco robusta ha mostrado estar asociada no sólo con una inflación mayor sino también con un crecimiento económico más lento.

Como se desprende de esta última afirmación, los estudiosos del tema asignan una gran importancia a la fortaleza relativa de la ABC. ¿Cómo califica México en esta variable? México es uno de los pocos países en el mundo en que la ABC está garantizada en el texto constitucional. Esto le otorga fortaleza a la institución, pues legislativamente es más sencillo modificar una ley reglamentaria que hacer una reforma a la Constitución. Asimismo, también le otorgan fortaleza a la autonomía de que goza el Banco de México las normas de integración y funciona-

<sup>16</sup> Alex Cukierman, “Central Bank Independence and Monetary Control”, *Economic Journal*, (nov.-1994).

miento de su Junta de Gobierno, y que por ley la institución posea independencia administrativa.

### *Tipo de cambio flotante*

La segunda gran ventaja del enfoque OI es la que proviene del esquema de tipo de cambio flexible, que es parte esencial de sus fundamentos. Como se ha dicho, en sus inicios se pensó que en México la flotación sería temporal debido a dos razones. En primer lugar, a que una volatilidad excesiva del tipo de cambio podría hacer indispensable la adopción de un régimen cambiario de corte distinto. En segundo lugar, no se tenía experiencia en México en emprender un esfuerzo de estabilización a partir de una inflación elevada sin un ancla. Finalmente, según se menciona en el texto, el régimen de flotación empezó a dar buenos resultados.

Al funcionamiento favorable del esquema contribuyó de manera importante un desarrollo relativamente rápido durante 1995 y 1996 de un mercado de futuros para la divisa mexicana. Fue así que durante 1995 se empezó a formar con la participación de bancos autorizados por el Banco de México un mercado de futuros. Asimismo, también se tomaron las medidas necesarias para que el peso pudiese cotizarse en la Bolsa Mercantil de Chicago. En general, desde aquellas fechas la volatilidad del tipo de cambio de México ha sido razonable en comparación con la mostrada por la mayoría de las monedas del mundo que se encuentran en flotación.

La flotación no se convirtió en volatilidad del tipo de cambio. El resto son virtudes positivas del esquema, por así decirlo. La primera de ellas, que se aborda más adelante con mayor amplitud, se refiere a la compatibilidad de la flexibilidad cambiaria con la posibilidad de reducir con éxito la inflación a través de la política monetaria. Aunque este asunto ha dejado de ser motivo de preocupación en México, no fue así durante varios años hasta que se afianzó en definitiva la aplicación del esquema OI. La otra ventaja determinante derivó de la importancia de la flotación como mecanismo preventivo para crisis de balanza de pagos.

Con la globalización, los mercados financieros se encuentran fuertemente interconectados. Merced a los avances tecnológicos, en la actualidad los recursos financieros pueden moverse entre países a una velocidad instantánea y en montos inmensos. De estos hechos ha derivado una gran vulnerabilidad externa para los países que cuentan con reglas cambiarias distintas a la flotación. En particular, en México estas consideraciones adquirieron una relevancia esencial después de la crisis de balanza de pagos que estalló en diciembre de 1994.

Un régimen de flotación es un instrumento disuasorio poderoso para entradas cuantiosas de capital de corto plazo. El más leve acomodo del tipo de cam-

bio puede cancelar las ganancias susceptibles de obtenerse del diferencial entre las tasas de interés internas y externas. La flotación, también es disuasoria de la formación de ataques especulativos masivos contra la moneda nacional. Esto proviene del efecto doble de que en una situación semejante los especuladores deben desprenderse de sus posiciones en pesos a precios castigados, en tanto que tienen que comprar la moneda extranjera a cotizaciones cada vez más altas.

### *Credibilidad y política monetaria*

Mediante sus acciones de política monetaria, un banco central tiene apenas una influencia indirecta sobre el comportamiento de los precios. Y el vínculo entre la política monetaria y los precios es aún más tenue e imperfecto si se considera que el efecto de dichas acciones se ejerce en forma retardada en el tiempo. De ahí la importancia de esa corriente de pensamiento que ha venido enfatizando el papel que juegan las expectativas de los agentes económicos –productores y consumidores– para una efectividad adecuada de la política monetaria. Partiendo de la llamada “revolución de las expectativas racionales”, ese enfoque enfatiza que el resultado que se derive de cualquier política económica depende críticamente de la credibilidad que tenga el público en su coherencia y efectividad.<sup>17</sup>

Con base en esas nociones, la credibilidad se ha venido a convertir en un elemento fundamental para evaluar a la política monetaria. Esto implica tanto los aspectos teóricos, como los prácticos y de implementación. El hito fundamental para la consolidación de este enfoque fue una sesión con cuatro ponencias memorables en la reunión de 1981 de la American Economic Association que llevó por título “Políticas antiinflacionarias y el problema de la credibilidad”. En ese evento presentaron sus aportaciones seminales Thomas Schelling, de la Universidad de Harvard, John B. Taylor, de Princeton, Val Koromzay, de la OCDE, y William Fellner, del American Enterprise Institute.

Si la autoridad monetaria goza de credibilidad entre la población y en particular con los agentes económicos que fijan los precios, sus acciones repercutirán sobre los precios y su nivel de manera más rápida y efectiva. ¿Cómo puede construir un marco de credibilidad la banca central? Los expertos en la materia han señalado al menos diez principios básicos que son los siguientes:

<sup>17</sup> Federico Rubli Kaiser, “Banca central, política monetaria y credibilidad” en *El Nuevo Milenio*, Pascual García Alba, et. al. (coord.), México, Universidad Autónoma Metropolitana y Ediciones Eón, 2004, pp. 75-108.

1. Compromiso institucional mediante la autonomía del banco central
2. Flotación del tipo de cambio
3. Consistencia en el proceso de conducción de la política monetaria
4. Objetivo claro y explícito a conseguir
5. Instrumentos eficaces
6. Flexibilidad en la instrumentación de la política monetaria
7. Instancias decisorias y ejecutorias especializadas
8. Transparencia
9. Rendición de cuentas
10. Política de comunicación

No por casualidad, estos principios coinciden con algunas de las precondiciones esenciales del esquema OI y con algunas de sus características. Tanto el enfoque de la credibilidad en el ámbito de la macroeconomía y de la política económica como en su momento el esquema OI se alimentaron en forma importante de la ya mencionada “revolución de las expectativas racionales”. Aunque en énfasis, el peso de cada uno de los principios enunciados puede variar dependiendo de cada caso práctico, en la realidad se ha visto que todos conllevan una gran importancia.

La coincidencia entre dichos principios y el esquema OI como se formó y existe en México, tampoco es obra de la casualidad. La adopción de ese esquema ha permitido tener en México una política monetaria preventiva y orientada hacia las metas. El mecanismo se apoya en cinco pilares: primero, la ausencia de anclas nominales (por ejemplo, tipo de cambio fijo); segundo, un compromiso institucional robusto con la estabilidad de precios; tercero, la ausencia de predominancia fiscal; cuarto, un banco central con independencia instrumental y quinto, responsabilidad con la transparencia, la rendición de cuentas y la comunicación.

### *Eficacia*

Cuando durante los primeros meses de 1995 se reinició el esfuerzo de estabilización después de la crisis de balanza de pagos que había estallado hacia finales del año anterior, hubo una gran incertidumbre sobre cómo debía procederse. Al menos por algún tiempo no breve, sería imposible volver a utilizar al tipo de cambio como ancla desinflacionaria. Esto era cierto mientras se volvía a acumular una reserva internacional suficiente. Posteriormente quedó descartada esta opción cuando la flotación cambiaria subsistió para permanecer. Entonces, aparte de satisfacerse otros requisitos esenciales como la salud de las finanzas públicas, en los años que siguie-

ron la clave de la estabilización dependió de la elección de un ancla creíble y funcional.

En un principio hizo las veces de esa ancla el propio programa desinflacionario que para restaurar la confianza tuvo que ser fortalecido con acciones concretas. A continuación, dicha tarea de anclaje o amarre fue cumplida mancomunadamente por el programa y por el pronóstico de la base monetaria. Acto seguido, esa función de amarre pasó a las metas de inflación anuales, esfuerzos en los que se consiguieron resultados en general favorables. De hecho, fueron esos logros lo que permitió seguir adelante con la estabilización. Los resultados eran esenciales. Nada fortalece más al éxito que el propio éxito.

El esquema OI no es un instrumento de política monetaria, sino una estrategia. Insistir en ello es esencial. Alcanzando reiteradamente sus metas el banco central obtiene credibilidad y complementando este activo con transparencia y una comunicación creíble y convincente se consigue alinear las expectativas de inflación de los agentes económicos con las metas que se han predeterminado con toda visibilidad.

La credibilidad del banco central resulta entonces clave en esta estrategia. Si el banco central la obtiene y la conserva, sus acciones de política monetaria repercutirán sobre la estructura de los precios —es decir, se transmitirán— de manera más fluida y directa. Asimismo, si la credibilidad es elevada, cualquier acomodo que tenga el tipo de cambio dentro del régimen de flotación vigente, no se transmitirá hacia los precios de manera inmediata y automática.

No por casualidad, esto último es precisamente lo que se ha constatado en México a medida que la inflación se ha ido reduciendo, a partir del año 2000 ya claramente bajo un esquema de OI. Se ha logrado abatir la inflación y paralelamente se ha reducido la intensidad de la transmisión de los movimientos del tipo de cambio hacia los precios. Estos son indicios favorables. Sin embargo, la tarea de la estabilización no está aún concluida. Y además es importante que esta tarea se alcance en un contexto de mayor expansión económica.

### *Eficiencia*

No es buena medicina aquella que mientras cura al enfermo termina por matarlo. Los programas de estabilización heterodoxos surgieron no sólo para extirpar la inflación del cuerpo de las economías cuando ya lo habían infectado hasta los huesos sino para lograrlo con costos sociales aceptables. Quizás sea imposible en una democracia moderna abatir la inflación al costo de un estancamiento dañino acompañado de deflación. Por eso es tan importante poner un valladar a la posibilidad de

que por motivaciones políticas de corto plazo, la banca central sea obligada a incurrir en prácticas expansionistas. La inconsistencia temporal, según la expresión feliz de Kydland y Prescott, deviene de que sofocar la inflación es inmensamente más difícil y costoso que generarla.

Precisamente para suavizar los costos de restaurar la estabilidad es que el Banco de México insistió desde 1995 en la necesidad de hacerlo en forma gradual. El gradualismo es conveniente para enfrentar a la inflación, y la estabilidad deja también sentir sus efectos benéficos en una forma gradual. En la medida en que los inversionistas se convencen de que la estabilidad será permanente, las tasas de interés reales se reducen impulsando a la inversión y a las actividades productivas.

El esquema OI no sólo ha demostrado ser eficaz para combatir la inflación, también parece ser más eficiente en comparación con otros alternativos. Se entiende aquí por eficiencia que la política monetaria requiera de tasas de interés menos elevadas para conseguir su finalidad estabilizadora. Una razón para ello es que este método debilita los efectos alcistas de las perturbaciones inflacionarias ocasionales. Un elemento esencial del enfoque es que su aplicación consigue concentrar la atención de los agentes económicos en la naturaleza temporal de las perturbaciones alcistas, evitando con ello los efectos de segunda, tercera y más vueltas sobre el nivel de los precios. Sin la atención y credibilidad de los agentes, las perturbaciones aleatorias suelen desencadenar incrementos sucesivos de salarios y precios que generalmente exigen una reacción más restrictiva por parte del banco central.<sup>18</sup>

El esquema OI presta mucha atención a la interacción del banco central con los mercados y con el público en general. A través de esta interacción se influye sobre las expectativas de inflación, y a partir de ellas se logra incidir sobre el desenvolvimiento del fenómeno inflacionario. Si en la sociedad prevalecen expectativas de una inflación baja y estable, se favorece una fijación de los precios y una determinación de los salarios en congruencia con la meta del banco central. Es decir, las expectativas de inflación se alinean con el objetivo y convergen hacia él.

No debe por tanto sorprender que en el contexto del enfoque OI, haya surgido la práctica de “guiar a las expectativas” en un sentido estabilizador y también productivo. “Guiar a las expectativas” conduce a una reducción de la incertidumbre, permite una mejor planeación por parte de los participantes en el mercado, da lugar a una menor volatilidad de las tasas de interés y a una política

<sup>18</sup> Frederic S. Mishkin, “De metas monetarias a metas de inflación: lecciones de los países industrializados”, en Banco de México, Estabilidad y Crecimiento Económico. El Papel del Banco Central, México, (s.e.) 2006, pp. 137-138.

monetaria más efectiva y más eficiente. Como lo señaló en algún momento Jacob Frenkel: “las nuevas políticas hicieron comprender que no era necesario mantener una tasa baja de crecimiento para poder aplicar una estrategia de estabilización exitosa”.<sup>19</sup>

## **Conclusiones**

Desde una perspectiva histórica amplia, puede decirse que el esfuerzo de estabilización que se inició en México en 1995 no podía fracasar. No podía ya decepcionarse a la sociedad mexicana en este frente. Era el tercer intento desinflationario en dos décadas y tenía obligadamente que llegar a buen fin. No podía ese nuevo programa terminar destruido por choques externos, como en 1985 y 1986, o víctima de fallas internas del modelo y de la inestabilidad política del país, como sucedió a lo largo de 1994.

Venturosamente, el programa de desinflación que se lanzó a principios del sexenio del presidente Ernesto Zedillo gozó de mejor fortuna. Los elementos favorables pueden quizá separarse en tres grupos. En primer lugar cabe citar al azar o la suerte, ya que de ese momento en adelante el país no sufrió perturbaciones realmente mayores sobre la balanza de pagos o sobre el sistema productivo, ni tampoco acontecimientos políticos o sociales traumáticos que alteraran el orden en la vida nacional y de ahí la buena marcha de la economía. En segunda instancia, merecen destacarse los aciertos técnicos en el diseño y en la aplicación de las políticas orientadas a lograr la estabilización. En tercer lugar, pero no con menor importancia, hay que reconocer los beneficios que se pudieron derivar de los avances en materia de teoría y política monetaria y en cuanto a la experiencia de otros países en este último ámbito.

Todas estas tres fuerzas concurrieron para que después de muchos esfuerzos México se encuentre ya cerca de restaurar dentro de sus fronteras la estabilidad de precios. Procede empezar por los méritos en el diseño y aplicación de las estrategias para recuperar la estabilidad. Desde éste ángulo, la experiencia de México ha sido sumamente aleccionadora. A pesar de las dificultades e incertidumbres iniciales, se perseveró con constancia en los esfuerzos estabilización. Hubo pruebas, hubo tanteos, pero lo que predominó fue la constancia. Así, en la medida en que avanzó la estabilización el modelo fue fortaleciéndose y ello permitió también su afinación.

<sup>19</sup> Jacob A. Frenkel, “La Transición hacia Objetivos de Inflación”, en Banco de México, Estabilidad y Crecimiento Económico. El Papel del Banco Central, México, (s.e.), 2006, pp. 106-107.

Decir que en ese lapso no se suscitaron perturbaciones mayores, no quiere decir que el país haya navegado durante esos años por un mar sin turbulencias. Hubo turbulencias, pero la economía contó con la resistencia y la flexibilidad suficientes para soportarlas, y el esquema de desinflación con la versatilidad para poder absorberlas.

En el transcurso, el esquema OI se había afianzado en otras partes del mundo y probado su efectividad. No se afirma esto con la intención de restarle méritos a los esfuerzos de estabilización desplegados en México desde 1995. Uno de ellos, muy importante, fue avanzar gradualmente hacia la adopción definitiva de OI; cuidando de no dar algún paso frontal que resultara en caída. La estrategia resultó acertada. Ahora, con las peculiaridades del caso, la experiencia de México se ha sumado a la de muchos otros países con el esquema OI.

Aquí cabe hacer una recapitulación. Si se analiza el caso con detenimiento, con este esquema sería sumamente difícil que se volvieran a repetir en México experiencias inflacionarias como las que desembocaron en las devaluaciones de 1976 y 1982. La autonomía del banco central en que está fincado el enfoque, haría imposible que la política monetaria quedase subordinada a una predominancia fiscal muy intensa como ocurrió durante esos episodios de alta inflación. Asimismo, quizá también sería imposible que en el contexto de la estrategia OI pudiera estallar una crisis de la balanza de pagos parecida a la que se gestó a lo largo de 1994. La flotación del tipo de cambio de México tendería a evitar las entradas de capital de corto plazo en los montos en que se registraron durante los años previos a ese acontecimiento traumático. En ese mismo orden de ideas, la transparencia a que obliga el esquema OI no habría permitido una posposición o demora tan prolongada, como sucedió en dicho episodio, de la reacción de los agentes económicos.

Mirando hacia delante, lo que procede resaltar es la compatibilidad del esquema OI con la democracia y con una economía dinámica, en crecimiento acelerado. Desde la óptica de la política económica, resulta conveniente ver al sistema democrático como una suerte de póliza de seguro contra eventuales intentos de aplicar políticas desestabilizadoras o equivocadas. El esquema OI puede convivir con la democracia, porque en su esencia comparten los mismos valores. Es un esquema que privilegia la transparencia y la rendición de cuentas; que propone la especialización en las tareas; que toma en cuenta a los seres humanos; que intenta llegar a fines socialmente deseados sin recurrir al autoritarismo o a la compulsión. Pero sobre todas las cosas, cabe resaltar que la estabilidad de precios no es un fin en sí mismo. Se trata tan sólo de una precondition muy importante para avanzar hacia la aspiración ulterior de todas las políticas económicas que es promover la formación de una sociedad lo más próspera e incluyente posible.

## Referencias bibliográficas

- Aspe, Pedro El camino mexicano de la transformación económica, México, Fondo de Cultura Económica, 1993.
- Banco de México, Exposición sobre la política monetaria para 1997, México, enero de 1997.
- , Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre de 2000 y Programa Monetario para 2001, México, (s.e.), enero de 2001.
- , Política Monetaria. Programa para 2000, México, (s.e.), enero de 2000.
- , Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre de 2000. *Op. cit.*
- , Informe sobre la Inflación abril-junio de 2002, México.
- , Informe sobre la Inflación enero-marzo de 2000, México.
- , Informe sobre la Inflación octubre-diciembre de 2000 y Programa Monetario para 2001, México, enero de 2001.
- , Informe sobre la Inflación abril-junio de 2002, México, julio de 2002.
- , Informe sobre la Inflación julio-septiembre de 2002, México, octubre de 2002.
- Carstens, Agustín G y Alejandro M. Werner, Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime, Banco de México, Dirección General de Investigación Económica, mayo de 1999, documento de investigación 9905.
- Cukierman, Alex, "Central Bank Independence and Monetary Control", *Economic Journal*, (Nov.-1994).
- Frenkel, Jacob A. "La Transición hacia Objetivos de Inflación", en Banco de México, Estabilidad y Crecimiento Económico. El Papel del Banco Central, México, (s.e.), 2006.
- Gobierno de Miguel de la Madrid, Las Razones y las Obras, Crónica del Sexenio 1982-1988, Sexto Año, México, Fondo de Cultura Económica.
- Kydland, Finn y Prescott, Edward, "Rules rather than discretion: the inconsistency of optional plans", *Journal of Political Economy*, Junio de 1977.
- Mishkin, Frederic S. "De metas monetarias a metas de inflación: lecciones de los países industrializados", en Banco de México, Estabilidad y Crecimiento Económico. El Papel del Banco Central, México, (s.e.) 2006.
- Ortiz, Guillermo, Palabras del Gobernador del Banco de México, en ocasión de la Sexagésima cuarta edición de la Convención de Banqueros, Acapulco, Gro., abril de 2001.
- Rubli Kaiser, Federico "Banca central, política monetaria y credibilidad" en El Nuevo Milenio, Pascual García Alba, et. al. (Coords.), México, Universidad Autónoma Metropolitana y Ediciones Eón, 2004.