



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA

FACULTAD DE ECONOMÍA

EFFECTOS Y ALTERNATIVAS DE LA ADOPCIÓN DEL ESQUEMA
DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN EN LA ECONOMÍA MEXICANA

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:
MAESTRO EN ECONOMÍA

PRESENTA:
ANDRÉS ANTONIO CASTILLO GARCÍA

TUTOR:
DR. ARTURO HUERTA GONZÁLEZ

FACULTAD DE ECONOMÍA

MÉXICO D.F. FEBRERO 2015



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Agradecimientos

A México

A la Universidad Nacional Autónoma de México y al Programa de Posgrado en Economía.

Al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología por el generoso apoyo otorgado a lo largo de dos años.

Al Comité Tutor del presente trabajo de investigación:

Dr. Arturo Huerta González

Dr. Carlos Tello Macías

Dr. Juan Manuel Ugarte Chávez

Dr. Luis Miguel Galindo Paliza

Dr. Moritz Alberto Cruz Blanco

Porque tanto en las aulas como fuera de ellas siempre estuvieron dispuestos a brindar parte de su conocimiento, por sus enseñanzas, la paciencia demostrada, y por los comentarios vertidos en este trabajo; desde luego se aplica el descargo usual de los errores y las opiniones expresadas en este documento.

Agradecimientos a título Personal

A mi padre por su constante y esmerado apoyo, así como por su eterna paciencia.

A mis hermanos Leonith, Carmen y Luis por servirme de ejemplo y para servirles de ejemplo.

A los amigos de esta gran Universidad en todas sus etapas: licenciatura, diplomado y maestría; por sus valiosos comentarios, y sobre todo por los invaluable momentos que me formaron académica pero sobre todo personalmente. Especial mención merecen los camaradas de la maestría Edmar Ariel, Humberto, Alejandro Emmanuel, Mario Iván, Omar Alejandro, Miguel Ángel y Gibrán, por el apoyo en este y otros proyectos.

Igualmente reconozco las facilidades y apoyo moral otorgados en la Secretaría de Economía para concluir este proyecto a costa de su tiempo, y a pesar de ser poco el tiempo de conocerlas estoy particularmente agradecido con Hilda y Amalia.

A quien esté leyendo este trabajo de investigación, esperando sea de utilidad.

ÍNDICE	1
ÍNDICE DE GRÁFICOS	2
ÍNDICE DE TABLAS	3
INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO I	
EL ESQUEMA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN SU SUSTENTO TEÓRICO Y LAS CRÍTICAS Y PROPUESTAS ALTERNATIVAS	10
I.I Esquema de Objetivos de Inflación Teoría y Rasgos Generales	10
I.I.1 De la teoría cuantitativa del dinero, al monetarismo de Friedman y al papel de las Expectativas como sustento teórico del Esquema.	12
I.I.2 Los pilares del Esquema de Objetivos de Inflación	16
I.II. Un nuevo enfoque, críticas y alternativas al Esquema de Objetivos de Inflación.	18
I.II.1 ¿El esquema tiene realmente un impacto en la inflación?	19
I.II.2 ¿Metas de Inflación o Metas de Estabilidad Cambiaria?	20
I.II.3 ¿Cuáles son los límites del Esquema? ¿Cómo afecta a la política fiscal?	21
I.II.4 ¿Los objetivos de Inflación han muerto después de la crisis de 2008?, críticas postcrisis y una nueva alternativa de Esquema.	22
I.II.5 Medidas de Generación de empleo como alternativa al control de la inflación, el enfoque cartalista.	23
CAPÍTULO II	
EL CASO LATINOAMERICANO, COMPARATIVA DE REGÍMENES DE INFLACIÓN EN LA REGIÓN	26
II.2 El caso general latinoamericano	27
II.2.1 El Casillero Vacío, baja inflación y alto crecimiento económico	27
II.2.2 Un Modelo Bivariante	28
II.3 Brasil, hiperinflación con alto crecimiento económico.	33
II.3.1 Antecedentes	34
II.3.2 La Adopción de un nuevo Esquema, un buen inicio con un difícil porvenir.	35
II.3.3 Baja Inflación y Alta Tasa de Interés ¿Un Costo Aceptable?	38
II.3.4 2010, Inflación Baja a Costa de Todo, Inclusive del Crecimiento Económico.	41
II.3.5 Conclusiones del Caso Brasileño	42
II.4 Argentina, cambio de paradigma en América Latina	43
II.4.1 Antecedentes, el Consejo Monetario, reducción de la inflación a costa de la estabilidad económica	43
II.4.2 La crisis de 2000 y 2001, el Precio de la Estabilidad de Precios.	45
II.4.3 Indicadores posteriores a la crisis	47
II.4.4 Un nuevo esquema, recuperación de la soberanía monetaria.	48
II.4.5 ¿Cuáles son los planes del BCRA?	50
II.4.6 Primeros Resultados	52
II.4.7 2014, ¿Año de Ajustes, Ataques Especulativos o Preludio de una Crisis?	55
II.4.8 Conclusiones del caso argentino	57

CAPÍTULO III	
ADOPCIÓN Y HECHOS ESTILIZADOS DEL ESQUEMA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN EN MÉXICO	60
III.2 El Banco de México, la crisis de 1994 y el Contexto de la adopción de un nuevo Esquema de Objetivos de Inflación.	61
III.2.1 La crisis de 1994, abandono del tipo de cambio como ancla nominal y transición al Régimen de Saldo Acumulados como preámbulo de los Objetivos de Inflación.	62
III.2.2 Implementación del Esquema de Objetivos de Inflación en México	64
III.3 Hechos Estilizados	67
III.3.1 Inflación	67
III.3.2 Tipo de Cambio Nominal y Real	70
a. Paridad del Poder Adquisitivo vs. Tipo de Cambio Nominal.	73
b. Efecto Traspaso del Tipo de Cambio a los precios.	77
III.3.3 Reservas Internacionales	79
III.3.4 Tasa de Interés	85
III.3.5 Inversión	87
III.3.6 Generación del crédito	88
III.4 Los Efectos Nocivos de la Estabilidad de Precios en la Economía Mexicana.	90
CONCLUSIONES	93
BIBLIOGRAFÍA	100

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Países por Año que Adoptaron el Esquema de Objetivos de Inflación	11
Gráfico 2. Crecimiento Económico por Rangos de Inflación en Latinoamérica	29
Gráfico 3. América Latina - Estimación del Crecimiento del PIB en función de la Inflación por OLS	30
Gráfico 4. América Latina - Estimación del Crecimiento del PIB en función de Rango de Inflación por OLS	30
Gráfico 5. Brasil - Inflación Anual y Crecimiento del PIB (1984- 1999)	33
Gráfico 6. Brasil – Tasa de Crecimiento de la Inversión Extranjera Indirecta (1991- 2002)	34
Gráfico 7. Brasil - Tipo de Cambio Promedio Reales por US Dólar	35
Gráfico 8. Brasil - Inflación Anual	35
Gráfico 9. Brasil - Inflación y Crecimiento del PIB Anuales (1999 - 2012)	38
Gráfico 10. Brasil - Tasa de Interés Real comparada con América Latina	39
Gráfico 11. Brasil- Reservas Internacionales	40
Gráfico 12. Brasil - Tipo de Cambio promedio Reales por USD (2002 - 2008)	40
Gráfico 13. Brasil - Crecimiento de la Tasa de Interés y Crecimiento del PIB Anuales. (1999 - 2012)	40
Gráfico 14. Brasil – Evolución de la Tasa de Interés de Referencia SELIC (2012 - 2013)	41
Gráfico 15. Argentina - Inflación Anual 1980 - 1995	44
Gráfico 16. Argentina – Crecimiento del PIB	45
Gráfico 17. Argentina Tasa de Interés de los Bonos del Estado	45
Gráfico 18. Argentina - Índice de apertura (Comercio como % del PIB) 1999 - 2012	48
Gráfico 19. Argentina - Estimador Mensual de Actividad Económica	53
Gráfico 20. Argentina - Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCR)	54
Gráfico 21. Argentina – Promedio Mensual de Reservas Internacionales	55
Gráfico 22. México – Inflación Anual	67
Gráfico 23. México – Inflación Anual y Objetivos planteados por BdeM	68
Gráfico 24. México – Tasas Anuales de Inflación y Expectativas de Inflación	69

Gráfico 25. México – Inflación Promedio por Decenios	70
Gráfico 26. México – Tipo de Cambio Promedio Mensual	71
Gráfico 27. México Tasas de Crecimiento del Tipo de Cambio Promedio	72
Gráfico 28. ITCR (BANXICO) y Tipo de Cambio Real (Dornbusch) (1996-2013).....	76
Gráfico 29. Estimación del Tipo de Cambio Real (1996 – 2013)	76
Gráfico 30. Inflación Anual y Evolución del Tipo de Cambio en México (1976 - 2012).....	78
Gráfico 31. Reservas Internacionales.....	82
Gráfico 33. Distribución de los Activos de Banco de México según sus hojas de Balance	83
Gráfico 34. Tasa de Interés Objetivo Interbancaria	86
Gráfico 35. Tasas de Interés Promedio Anuales	86
Gráfico 36 Inversión Extranjera Directa e Inversión en Cartera – Niveles y Diferencias	87
Gráfico 37 Tasas de Crecimiento Inversión Extranjera Directa e Indirecta.....	87
Gráfico 38 Evolución del Crédito al Sector Financiero y al Sector Privado.....	89
Gráfico 39 México – Crecimiento Promedio del PIB por quinquenios.....	91

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Síntesis de Países que han adoptado el Esquema hasta 2012.....	12
Tabla 2. Matriz Crecimiento Económico – Inflación	27
Tabla 3. Crecimiento Económico en AL por rangos de Inflación	29
Tabla 4. Aproximaciones por OLS de Crecimiento Económico	29
Tabla 5. Puntos de Inflexión de las Estimaciones para América Latina.....	31
Tabla 6. Brasil - Inflación Anual y Crecimiento del PIB.....	33
Tabla 7. Brasil - Inflación Anual	35
Tabla 8 Brasil – Seguimiento Histórico de Metas de Inflación	37
Tabla 9. Brasil Crecimiento del PIB en Brasil. Variación Anual (1999-2012).....	38
Tabla 10. Anclas nominales de la economía empleadas por el Banco de México 1985 – 2013.....	62
Tabla 11. Distribución de las tasas de crecimiento mensuales del Tipo de Cambio.....	73
Tabla 12. Estimaciones de la Apreciación del Tipo de Cambio Real en México	76
Tabla 13 Evolución de los Estados de Cuenta Consolidados (Hojas de Balance) del Banco de México	84
Tabla 14 Inversión Extranjera Directa e Indirecta en México.....	87
Tabla 15 Tasas de interés activas y pasivas y demanda de crédito al consumo.....	89

INTRODUCCIÓN

Uno de los objetivos perseguidos por el Banco de México es tener un sistema bancario y financiero estable¹. En contribución a lo anterior, el artículo 28 de la Constitución Política – reformado para tal fin en junio de 1993 – le brinda autonomía al Banco Central y le delega como principal objetivo el procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Sin embargo dicha autonomía lo que hace en realidad es reducir el papel del Estado en la economía, quitándole al Estado la emisión directa de moneda, es decir lo relega de la política monetaria (Huerta, 2006).

Conforme a lo anterior, el Banco de México ha adoptado el Esquema de Objetivos de Inflación, con el fin de alcanzar una meta de estabilidad de precios que es –a decir de los autores del Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM)– la mejor y única contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento económico en el largo plazo (Bernanke, 2005). De este modo, al seguir una estrategia de Objetivos de Inflación, los bancos centrales se comprometen a adoptar la estabilidad de precios como principal objetivo de política monetaria, convirtiéndose así las metas de inflación a corto y mediano plazo en el ancla nominal de la economía² (Angeris, A., Arestis, P. 2009).

A pesar de lo anterior, el presente trabajo tiene como objetivo demostrar que la política monetaria no contribuye completamente al crecimiento económico, ya que se encuentra subyugada a la estabilidad de precios, asimismo se plantea demostrar cómo – además de los precios – el Banco de México, para alcanzar dicha meta, ha priorizado la estabilidad del tipo de cambio, que para el caso mexicano deriva en una apreciación cambiaria, y no ha promovido la generación de crédito competitivo o de bajo costo para el usuario final, lo que resulta disfuncional para la dinámica económica ya que, al no generarse condiciones crediticias favorables para el sector privado (consumo e inversión) , se cae en una escasa acumulación, mientras que con la apreciación del tipo de cambio real se contrae la dinámica exportadora del país (Huerta, 2011).

¹ Para el Banco de México un sistema financiero estable, eficiente, competitivo e innovador contribuye a elevar el crecimiento económico sostenido y el bienestar de la población (Banco de México, 2013).

² El ancla nominal funciona como aquella variable exógena a la que el banco central le fija un valor determinado, esto implica que el resto de variables macroeconómicas deberán ajustar su comportamiento y evolución al valor específico que la autoridad monetaria determinó para el ancla nominal. En este caso, las demás variables macroeconómicas deberán ajustar su comportamiento para lograr la meta de inflación estimada por el Banco de México.

Una tesis por comprobar a lo largo del presente trabajo será que, en el caso mexicano la inflación ha bajado y se ha mantenido estable por cuestiones financieras y no por cuestiones de productividad, lo que ha implicado un alto costo en el sector productivo de la economía, en el empleo y en la economía en su conjunto, debido a la relajación de las políticas económicas adoptadas en las últimas administraciones. Si bien es cierto que se han cumplido las metas inflacionarias del Banco de México, el tener una política de inflación estable provoca que haya una contracción de la demanda y pocos estímulos al crecimiento.

Por otra parte, se ha observado que diversos bancos centrales como la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) y el Banco Central de la República Argentina (BCRA) tienen como objetivo fundamental promover en sus respectivas economías el mayor número de empleos y la estabilidad de precios (Wray, R. 2006; Argentina, 2012b), es decir, no solo tienen como meta la estabilidad de precios, sino también alcanzar el pleno empleo, lo cual contrasta con la conducción de la política monetaria en México, que ha reflejado un crecimiento económico discreto desde la adopción de dicho esquema, lo cual nos lleva a presumir que las políticas adoptadas por el Banco de México no ayudan a crear los escenarios adecuados para impulsar el crecimiento económico y la generación de empleos, y por lo tanto no cumple con su contribución, según lo planteado por el NCM.

Entre las herramientas con las que cuenta el Banco de México para llevar a cabo su tarea, se encuentran la tasa de interés, y el tipo de cambio – este conducido de manera discrecional en conjunción con la SHCP (Huerta, 2011) – por lo que se plantea para el presente trabajo el estudio de dichas variables, entre otras.

Para el caso de la tasa de interés la teoría nos indica que una tasa alta con respecto a otros países, provocará la entrada de inversión de cartera al país, y una reducción de dicha tasa provocará el efecto contrario, lo que llevará a una depreciación de la moneda local para contener dicha salida – situación indeseable para el Banco de México –. Es por ello que el banco central enfoca su atención en una tasa de interés alta con respecto a otros países, para mantener la Inversión Extranjera Indirecta dentro del país y con ello aumentar los niveles de reservas internacionales y contener los niveles del Tipo de Cambio y consecuentemente mantener bajos los niveles de inflación –debido al efecto traspaso del tipo de cambio a los precios³–, no obstante esto recae en un encarecimiento del crédito y en un detrimento de la actividad productiva en el país, debido a la disminución de los niveles de

³ Este efecto se examina con profundidad en el capítulo III.

inversión y la contracción de la demanda agregada que esto implica (Huerta, 2011; Clavellina 2012).

Conforme a lo anterior, la principal herramienta empleada por el Banco de México en su política monetaria es fundamentalmente la fijación de un objetivo de tasa de interés, con la cual influye en la determinación del tipo de cambio y este a su vez en la inflación, a pesar de que en el discurso se estima que la inflación es determinada por las expectativas de los agentes generadas por el mismo Organismo (Huerta, 2011).

Además de la tasa de interés, el Banco de México – con la intervención de la SHCP – cuenta con el tipo de cambio⁴, que si bien en el discurso se ha planteado que es de libre flotación, para el organismo central es de suma importancia que este se mantenga estable, e inclusive apreciado con respecto a otras monedas – estudios indican que la apreciación es de alrededor un 16% al 23%⁵ –, y es que el tipo de cambio es un determinante importante de las expectativas de inflación, y por ello el Banco de México lo tiene en constante seguimiento, esto debido principalmente a las siguientes razones: a) si la economía tiene un tipo de cambio enteramente flotante, la inversión privada se verá afectada por su volatilidad, debido a que algunas empresas se endeudan en monedas extranjeras y el impacto de una depreciación inesperada resulta adverso a las mismas y trae consigo problemas de liquidez, (López, 2006); b) aún más importante es el efecto traspaso que tiene el tipo de cambio hacia los precios, es decir, cualquier shock al tipo de cambio con respecto al dólar se verá reflejado en los precios finales al consumidor, esto debido a que un buen porcentaje de los bienes comerciados en el país dependen directa o indirectamente de las importaciones, razón por la cual una fuerte depreciación del tipo de cambio tendría efectos inflacionarios en la economía mexicana^{6,7}; c) por último la inversión en cartera perdería rendimientos debido a la convertibilidad del peso con respecto al dólar, ya que ante una depreciación de peso, las inversiones en cartera que estén valuadas en pesos mexicanos disminuirían su valor en dólares estadounidenses. En otras palabras, una repentina depreciación del peso podría provocar una fuerte desvalorización del capital financiero así como una salida repentina de capitales. Es decir existirían pérdidas en la inversión extranjera indirecta; insolvencia por

⁴ El cual, como se ha mencionado con anterioridad, es “controlado” por el Banco de México mediante una intervención discrecional y esterilizada.

⁵ La determinación de esta apreciación se detalla en el capítulo III, en la sección correspondiente al tipo de cambio real.

⁶ Algunas investigaciones como las de Ramos-Francia, Ibarra y Capistrán (2012), y García Lázaro (2012) indican que aún existe un importante efecto traspaso del tipo de cambio a los precios, lo cual será examinado en el capítulo III.

⁷ Es por ello que, al ser un objetivo del Banxico mantener la estabilidad de los precios, este tendrá que intervenir necesariamente en el mercado cambiario para evitar una depreciación del tipo de cambio y consecuentemente un incremento en la inflación

parte de algunas empresas, y efectos inflacionarios, por lo que el Banco de México prefiere mantener dicha variable estable y no dejarla flotar libremente, en lo que comúnmente se le llama *Fear of Floating* (Calvo y Reinhart, 2000). El banco central preferirá implementar políticas para mantener el tipo de cambio estable con el fin de mantener los niveles de inflación dentro de las metas establecidas, debido al traspaso del tipo de cambio a los precios y para no afectar a los inversionistas del sector financiero y así evitar una salida repentina de capitales de la economía. Con ello podemos prever que el tipo de cambio no flota “libremente” debido a que existe un aliciente para que haya una intervención discrecional (Wray, R. 2006:419).

No obstante, según Huerta (2011), es importante mencionar que en realidad una depreciación no afectaría a las empresas, ya que estas subirían sus exportaciones al aumentar la competitividad del país, la renuencia del Banco de México por flexibilizar el tipo de cambio radica entonces en el inciso c) del párrafo anterior, la inversión en cartera y las operaciones del sector financiero, ya que ante una depreciación del peso ante el dólar, dicho sector perdería ingresos.

A partir de lo anterior surge la pregunta de investigación que el presente trabajo buscará responder: ¿Cuáles son los mecanismos con los que el Banco Central ha logrado concretar el Esquema de Objetivos de Inflación y por qué si se ha logrado una estabilidad de precios, esta no ha sido suficiente para observar mejoras significativas en el crecimiento económico y las condiciones para alcanzar niveles cercanos al pleno empleo?

Además de responder a nuestra pregunta de investigación, el presente trabajo tendrá como objetivo general investigar cuál es la sustentabilidad de las políticas de tipo de cambio estable y una alta tasa de interés, adoptadas por el Banco Central, y cuáles han sido los efectos de dicha política en el sector real de la economía.

Para alcanzar dicho objetivo general, se abordarán los objetivos particulares siguientes:

- a) Plantear el marco teórico en el que está sustentado el Esquema de Objetivos de Inflación, es decir, puntualizar sus principales doctrinas y escuelas, así como describir como se implementó en México. Del mismo modo efectuar un repaso por las principales críticas y alternativas a dicho esquema.

- b) Comparar la adopción del esquema de Objetivos de Inflación y las políticas monetarias en diversos países y cuáles han sido los efectos sobre sus economías, con el fin de exponer la conducción de sus políticas.
- c) Indagar mediante qué políticas e instrumentos se ha mantenido el tipo de cambio estable y una alta tasa de interés, lo que ha impulsado a una baja inflación, y demostrar cómo estas políticas disminuyen competitividad, volumen de ganancias, crédito accesible, inversión y crecimiento económico.
- d) Evaluar el impacto que ha tenido el Esquema de Objetivos de Inflación, y sus consecuentes políticas, en la economía mexicana y principalmente en las variables de crecimiento económico y consecución de empleo.

Pues bien, para responder dicha pregunta, y las que surgirán a lo largo del presente trabajo, así como para llevar a cabo los objetivos antes señalados, la investigación se desarrolla de la siguiente manera: en el primer capítulo se analiza en que consiste el Esquema de Objetivos de Inflación, cuál es su sustento teórico y posteriormente se contrastará con las nuevas visiones teóricas y críticas a las políticas ortodoxas referente al papel de la banca central y la política monetaria en la economía; el segundo capítulo se enfocará a estudiar de una manera general el caso latinoamericano y la relación inflación- crecimiento, asimismo se describirá el actuar de dos bancos centrales de la región: el Banco Central de Brasil y el Banco Central de la República Argentina, donde el primero – al igual que el Banco de México – ha optado por estabilizar los precios a costa inclusive del crecimiento económico, mientras que el segundo, optó en 2012 por una alternativa heterodoxa con la finalidad de conseguir mayores niveles de empleo y crecimiento económico en un sistema armonizado entre precios, crecimiento económico, crédito y tipo de cambio. Esto servirá para darnos un panorama sobre otras alternativas existen para el caso mexicano. En el tercer capítulo se aborda ya el caso mexicano, abarcando desde cómo fue implementado en México el Esquema de Objetivos de Inflación hasta un análisis – teórico y empírico – de las herramientas que usa el Banco Central para lograr la meta anual de inflación. En el apartado de conclusiones, con el bagaje de los capítulos I y II, se abordarán las alternativas que existen para el caso mexicano.

Los objetivos y la estructura del presente trabajo nos permitirán aceptar, o en su caso rechazar, la siguiente hipótesis:

Si bien se ha logrado cumplir que los niveles de inflación en México se hayan reducido sustantivamente, esto se debe a que los mecanismos adoptados por el Banco de México incurren en políticas de un tipo de cambio apreciado y una alta tasa de interés, las cuales no han contribuido al crecimiento económico y solo han contraído la Demanda Agregada, lo que trae consigo un crecimiento discreto de la economía.

Lo anterior debido a que para conseguir un tipo de cambio apreciado el banco central acumula reservas internacionales, ya que las operaciones de compraventa de divisas que realice el organismo central mediante intervenciones, influyen en las condiciones del mercado cambiario, esto para sustentar la paridad cambiaria. Asimismo estas reservas también sirven para contrarrestar cambios repentinos en el tipo de cambio producidos por movimientos especulativos. La acumulación de reservas se da principalmente mediante el diferencial entre la tasa de interés de México y la de Estados Unidos, la tasa de interés en México al ser alta tiene un efecto negativo para la economía, ya que contrae así como encarece el crédito y por tanto el costo de financiamiento y una reducción de la inversión y del consumo, además de que la rentabilidad al invertir en el sector real baja. En resumen se desincentivan los rubros de gasto en la economía. No obstante el Banco de México se ha enfocado a que la entrada de Inversión Extranjera Indirecta sea mayor que la salida de capitales financieros, mediante tasas de interés competitivas, lo cual trae consigo pocas condiciones para un aumento de la Demanda Agregada, un crecimiento sostenido del PIB y consiguientemente alcanzar niveles iguales o cercanos al pleno empleo.

CAPÍTULO I

El Esquema de Objetivos de Inflación, Sustento Teórico, Críticas y Propuestas Alternativas.

I.1 Esquema de Objetivos de Inflación Teoría y Rasgos Generales

“...Actualmente, ha quedado claro tanto en círculos académicos como entre las autoridades monetarias alrededor del mundo, que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer para fomentar el crecimiento económico sostenido es procurando la estabilidad de precios...”. (Banxico, 2012)

Básicamente el Esquema de Objetivos de Inflación consiste en que el Banco Central anuncie oficialmente y logre –mediante las expectativas que crea dicho anuncio– una meta de inflación, estabilizando así los precios generalmente en el mediano plazo.

Aunado a la consecución de una meta de inflación, los Bancos Centrales han centrado sus políticas para lograr conseguir un alto grado de autonomía, una mayor transparencia y credibilidad que ofrecen al público, el Esquema de Objetivos de Inflación, sirve como uno de los principales instrumentos para llegar a dichos objetivos (Bernanke y Woodford, 2005). De este modo, las principales características del modelo son:

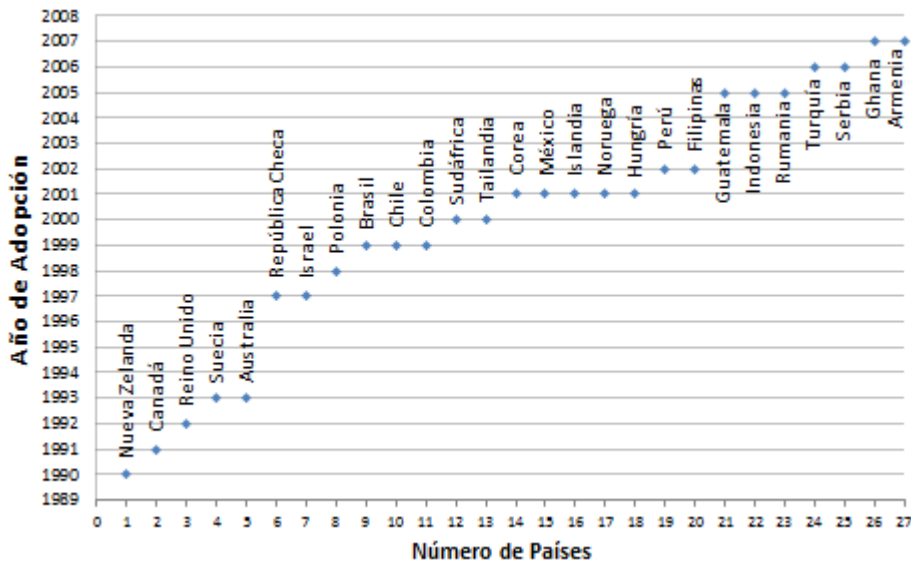
- 1) El anuncio de un objetivo o meta en términos numéricos de inflación;
- 2) La implementación de una política monetaria que le dé una mayor papel a la proyección de la inflación futura; y
- 3) Un alto grado de transparencia y rendición de cuentas. (Svensson, 2007).

De este modo, la tasa de inflación funcionará como ancla nominal de la política monetaria, en aquellos países que hayan adoptado el Esquema de Objetivos de Inflación. Para dicho esquema será fundamental que el Banco Central sea independiente y la tasa de interés se emplearía como su principal instrumento (Galindo y Ros, 2006). En la siguiente sección veremos los fundamentos teóricos por los cuales el Banco Central debe ser independiente y el por qué la tasa de interés se emplea como principal herramienta del organismo autónomo.

Según Mishkin (2000) el Esquema de Objetivos de Inflación ha tenido éxito en controlar la inflación y en disminuir los efectos de las perturbaciones inflacionarias, le da mucha más transparencia al actuar de las autoridades monetarias y hace más democrática la política monetaria⁸. No obstante, el mismo Mishkin (2000) ha asociado la reducción de la inflación con niveles de producción por debajo de lo normal, situación que refleja que dicho modelo no es del todo conducente para lograr un crecimiento económico estable y continuo.

En cuanto a la adopción del esquema, se ha visto que este ha sido acogido gradualmente por diversos países desde la década de 1990; la implementación del Esquema de Objetivos de Inflación ha ido creciendo y ganando terreno en los países centrales y en vías de desarrollo. Esto se observa, desde su implementación en Nueva Zelanda, pasando de cinco países en 1993 a 20 en 2002 y a 27 en 2007 (Véase gráfico 1), siendo la mitad economías de países emergentes o de bajo ingreso (Véase tabla 1). Es importante señalar que este esquema sigue cobrando “popularidad”, ya que la mayoría de los bancos centrales independientes de los países occidentales han estado avanzando en esa dirección (Angeris y Arestis, 2009; Roger 2010).

Gráfico 1 Países por Año que Adoptaron el Esquema de Objetivos de Inflación



Fuente: Elaboración propia con información del Banco de Inglaterra (2012) y Banco Mundial

⁸ Diversos autores, ponen en duda dicha afirmación, ya que no se concibe el término de una política monetaria democrática si esta no impulsa el crecimiento económico y solo se limita a buscar la estabilidad financiera.

Tabla 1 Síntesis de Países que han adoptado el Esquema hasta 2012

País	Conducción (Banco Central, Gobierno o Ambos)	Tipo de Objetivo	Meta 2012	Banda	Inflación Promedio 2012
Armenia	Ambos	Objetivo con bandas	4%	± 1.5 %	2.555%
Australia	Ambos	Rango	2% a 3%	N/A	1.763%
Brasil	Ambos	Objetivo con bandas	4.50%	± 2 %	5.402%
Canadá	Ambos	Objetivo con bandas	2%	± 1 %	1.516%
Chile	Banco Central	Objetivo con bandas	3%	± 1 %	3.007%
Colombia	Banco Central	Rango	2% a 4%	N/A	3.177%
República Checa	Banco Central	Objetivo con bandas	2%	± 1 %	3.299%
Ghana	Ambos	Objetivo con bandas	8.70%	± 2 %	9.161%
Guatemala	Banco Central	Objetivo con bandas	4.50%	± 1 %	3.783%
Hungría	Banco Central	Objetivo fijo	3%	N/A	5.706%
Islandia	Ambos	Objetivo fijo	2.50%	N/A	5.186%
Indonesia	Ambos	Objetivo con bandas	4.50%	± 1 %	4.280%
Israel	Ambos	Rango	1% a 3%	N/A	1.708%
México	Banco Central	Objetivo con bandas	3%	± 1 %	4.112%
Nueva Zelanda	Ambos	Rango	1% a 3%	N/A	0.883%
Noruega	Gobierno	Objetivo fijo	2.50%	N/A	0.709%
Perú	Banco Central	Objetivo con bandas	2%	± 1 %	3.654%
Filipinas	Ambos	Objetivo con bandas	4.00%	± 1 %	3.172%
Polonia	Banco Central	Objetivo con bandas	2.50%	± 1 %	3.745%
Rumania	Ambos	Objetivo con bandas	3%	± 1 %	3.334%
Serbia	Ambos	Objetivo con bandas	4.00%	± 1.5 %	7.330%
Sudáfrica	Gobierno	Rango	3% a 6%	N/A	5.414%
Corea del Sur	Ambos	Objetivo con bandas	3%	± 1 %	2.212%
Suecia	Banco Central	Objetivo fijo	2%	N/A	0.888%
Tailandia	Ambos	Objetivo con bandas	3.00%	± 1.5 %	3.015%
Turquía	Ambos	Objetivo con bandas	5.00%	± 2 %	8.892%
Reino Unido	Gobierno	Objetivo Fijo	2%	N/A	2.822%

Fuente: Elaboración propia con información del Banco de Inglaterra (2012) y Banco Mundial

1.1.1 De la teoría cuantitativa del dinero, al monetarismo de Friedman y al papel de las Expectativas como sustento teórico del Esquema.

Son discutibles los orígenes del Esquema de Objetivos de Inflación, no obstante podemos ubicar los primeros cimientos teóricos de dicho esquema en la Teoría Cuantitativa del Dinero, la cual tiene sus orígenes en las ideas de David Hume, quien en 1752 habría presentado una versión inicial o rudimentaria de dicha teoría, donde propondría que, para el caso de una economía cerrada, los cambios en el nivel de precios estarían en función de la cantidad de dinero en circulación. David Hume afirma que el dinero es sólo un símbolo, cuyo valor absoluto es ficticio, su verdadero valor se deriva del proceso de cambio y está determinado por la cantidad que de él existe y la producción de mercancías por las cuales se intercambia. No obstante, Hume advirtió que la velocidad de circulación del dinero no es constante, y que cambios en la cantidad de dinero podían afectar los precios, a menos que estos fueran acompañados por cambios en los hábitos del público que alteraran la demanda de dinero (Mantey, 1994); es decir, iniciaría el análisis de la teoría monetaria con el supuesto de exogeneidad del dinero. Por su parte Mill en el siglo XIX incorporaría el concepto de

velocidad de dinero, que se podría definir como el número de veces que una unidad monetaria se transforma en renta durante un año (Mill, 2007).

Partiendo de los postulados anteriores, en el siglo XX Irving Fisher (1963) argumentó que los cambios en los precios tienden a ser directamente proporcionales a los cambios en la oferta monetaria, incorporando el concepto de velocidad de dinero de Mill, a partir de lo anterior se desprende la llamada ecuación de Fisher:

$$MV = p_1q_1 + p_2q_2 + p_3q_3 + \dots + p_nq_n = Y \quad (1)$$

$$MV = \sum_{i=1}^n p_i q_i = Y \quad (1.1)$$

$$M\bar{V} = PQ = Y \quad (1.2)$$

Que nos indica que en un determinado periodo de tiempo, el valor de la moneda en circulación (M) multiplicado por su velocidad, o número de veces que pasó el dinero de un poseedor a otro (V), es igual a la sumatoria de los distintos artículos vendidos (q_i) multiplicado por sus respectivos precios (p_i); o simplificando el lado derecho de la igualdad es igual a los precios de los bienes y servicios comerciados multiplicados por el número de transacciones en el mismo periodo de tiempo. Dejando a "V" constante (\bar{V}) en un lado, ya que depende de factores institucionales y externos, se concluyó que los precios eran determinados por la cantidad de dinero en circulación, por lo que los Bancos Centrales podrían influir en el nivel de precios a través de la oferta monetaria, y a su vez, estos pueden influir en la oferta monetaria, mediante operaciones de Mercado Abierto; es decir, la inflación se convierte en un fenómeno monetario que solo puede ser apaciguado por la política monetaria (Angeris y Arestis, 2009:23), o dicho de otra manera, los aumentos en la oferta monetaria producirán cambios en las variables nominales y reales de la ecuación de Fisher – el nivel de precios y la producción respectivamente –.

Dicha teoría se vería progresada por Milton Friedman (1963), quien retoma el principal argumento de la teoría cuantitativa - los cambios en los precios tienden a ser directamente proporcionales a los cambios en la oferta monetaria - para darle forma a su enfoque monetarista; Friedman abandonó el supuesto de que la teoría monetaria era una teoría de los precios, y señaló que más bien se adapta a la teoría de la demanda de dinero. Friedman define el valor de la riqueza como el valor capitalizado del ingreso (Y) a la tasa promedio de

interés (r), la cual es una función del rendimiento nominal esperado de los valores de renta fija (r_b), y del rendimiento nominal esperado de los valores de renta variable, el cual a su vez, depende de la tasa real de rendimiento (r_e) y de la tasa esperada de inflación (p):

$$r = f(r_b, r_e, p) \quad (2)$$

Puesto que las tres variables entran explícitamente en la ecuación de demanda de dinero como rendimientos sobre activos alternativos, Friedman decide ya no introducir la variable riqueza como (Y/r) en la función; sino que incluye solo el ingreso (Y) como aproximación a la riqueza; además, Friedman propone que el ingreso explica la demanda de dinero como factor de producción (Mantey, 1994).

La teoría monetaria de Friedman se basa entonces en la demanda de dinero, la cual es función del volumen de riqueza, de la renta, del rendimiento de los activos sustitutivos del dinero, del rendimiento del dinero, y de otras variables más subjetivas – tales como la tasa esperada de inflación y los gastos y preferencias de los agentes económicos –.

Friedman le da un rol secundario a la tasa de interés, con lo que la demanda de dinero es una función estable que depende de la renta de las familias más que de la tasa de interés, por tal motivo los excesos de oferta de dinero se transmiten a las variables restantes de la ecuación cuantitativa. Concluyendo así que cualquier incremento de la oferta de dinero afectará directamente tanto al producto real como a los precios.

Así entonces, dejando de lado la llamada “ilusión monetaria”, Friedman propone que los agentes económicos basarán sus decisiones en variables reales y no en las nominales, así como en variables subjetivas no cuantificables. Friedman reconoce lo potente que es la política monetaria en la economía, no obstante la misma naturaleza de esta política, en cuanto a los retardos que esta puede presentar hace que su uso continuo lo convierta en un instrumento peligroso, esto debido a que, por dichos retrasos, no puede elevar el nivel de empleo por encima del natural y no puede utilizarse para la estabilización a corto plazo (Mantey, 1994).

De tal manera que Friedman (1968) propondría una regla monetaria en la que la oferta de dinero creciera al mismo ritmo que el producto real, obteniendo una inflación nula. Con lo que podemos observar que bajo esta premisa se limita así a la política monetaria al papel de no poder elevar el nivel de empleo por encima del natural. Consecuencia de ello, un aumento en la cantidad de dinero, sería para Friedman una de las principales causas del

aumento generalizado y sostenido de los precios, es decir, desde el punto de vista de Friedman, la inflación será siempre un fenómeno monetario, por lo que para contrarrestar la inflación, será necesario controlar la oferta monetaria (Argandoña, 1990).

Pero sería con la llamada Hipótesis de Expectativas Racionales – idea original de John Muth (1961) – con lo que se daría un antecedente importante para el Esquema de Objetivos de Inflación, con dicha hipótesis se establece que los agentes económicos racionales se formarán expectativas de las variables futuras, mediante el uso de la información presente y pasada que dichas variables habían presentado, y mediante dichas expectativas realizarían el uso más eficiente de sus recursos (Modigliani, 1985).

En contribución a lo anterior, Kydland y Prescott (1977) argumentaron que las decisiones actuales de los agentes económicos dependen de la política futura esperada, y estas expectativas no son invariantes a los planes seleccionados, es decir, son dinámicas. Por lo que concluyeron que la teoría de control – de agregados económicos – no es la herramienta adecuada para la planificación económica dinámica.

Posterior a Kydland y Prescott, salieron a la luz los estudios de Barro y Gordon (1983) que hacen hincapié en la importancia del actuar de las instituciones monetarias quienes determinan las políticas a llevar a cabo, y suponen la racionalidad de los agentes en términos de las acciones tomadas día con día. La política monetaria debe ejercerse bajo la óptica de regla o discreción⁹. Bajo su concepción, los responsables de la política económica funcionarían de manera óptima siempre y cuando se encuentren bajo un régimen discrecional¹⁰.

Del mismo modo, Rogoff (1985) fue quien propuso delegar la política monetaria a un gobernador del banco central que le daría más importancia a la estabilización de la inflación que el gobierno. Al tener un mayor peso el banco central en la estabilización de la inflación, la sociedad podría tener éxito en reducir la inflación a su nivel socialmente óptimo. En otras palabras, el aislar la política monetaria de las decisiones políticas del gobierno permite conseguir de una manera más fácil la estabilidad de precios, del mismo modo entre mayor credibilidad tenga el banco central en cuanto al compromiso de abatimiento de la inflación este alcanzará más fácilmente el objetivo de estabilidad de precios (Galván y Schwartz

⁹ Según Barro y Gordon (1983) los bancos centrales que cuentan con mayor autonomía son más eficientes para controlar la inflación.

¹⁰ Un entorno puramente discrecional contrasta con los regímenes, como el patrón oro o una constitución papel moneda, en la que se determinan el crecimiento monetario y la inflación a través de elecciones entre normas alternativas.

1999:4); sin embargo, esto es a costa de no tener una política monetaria que genere las condiciones endógenas para impulsar el crecimiento económico y de subordinar también la política fiscal a dichos objetivos de estabilidad financiera.

Por último es Lars Svensson (1998) quien aporta para los Objetivos de Inflación el supuesto de una economía abierta con libre movilidad de capitales, donde argumenta que la inflación se ve afectada por las perturbaciones del tipo de cambio debido a los traspasos que este tiene a los precios finales, por lo cual una función de reacción como la propuesta por Kydland y Prescott se vería determinada por distintas variables macroeconómicas como la inflación pasada, las tasas de interés internas y externas así como el tipo de cambio y sus fluctuaciones.

1.1.2 Los pilares del Esquema de Objetivos de Inflación

A partir de lo anterior la corriente ortodoxa de la economía, mediante el NCM sentó las bases para argumentar que una inflación estable y encausada en objetivos y metas de inflación, generaría un entorno económico sólido debido a que los agentes económicos tendrían la seguridad de saber cuál es el nivel de inflación esperado y así podrían tomar las mejores decisiones como agentes racionales de la economía. Es así como el esquema funcionaría básicamente bajo las premisas siguientes:

- El banco central debe fijar sus metas de inflación, a corto y mediano plazo y anunciar públicamente dicho objetivo, esta es una herramienta que puede ser descrita como metas de inflación focalizadas, es decir, el uso de una previsión de inflación condicional como variable objetivo intermedio (Svensson, 1998).
- El banco central debe contar con credibilidad y ser transparente, es decir, debe cumplir sus objetivos y metas de inflación para crear un ambiente de certeza en los agentes económicos, incluidos los agentes financieros. Esto se logrará cuando el Banco Central especifique claramente sus metas y la forma en que se propone alcanzarlas (Mateos y Schwartz, 1997:5).
- El banco central debe ser autónomo y los intereses del Estado no deben intervenir con la política monetaria que emane de este, para evitar así según Angeris y Arestis (2009) inflaciones 'sorpresivas', ya que con estas últimas los agentes económicos se anticiparían a una mayor inflación.

Estos tres pilares se apoyan en uno más que es la estabilidad fiscal y el “déficit cero”, donde el gobierno no puede financiarse por medio de la banca central. Sin embargo, este tipo de políticas lo que hace en realidad es contraer la demanda agregada disminuyendo los niveles de actividad económica (Huerta, 2009).

Según la teoría convencional, de no cumplirse los postulados anteriores, los niveles de inflación serían bastante más altos de lo esperado lo que – según los defensores del esquema – traería consigo graves costos económicos, los cuales están en función de la incertidumbre que la inflación generaría, por ejemplo, expectativas equivocadas de inflación traerían consigo que los agentes económicos prefieran emplear su dinero invirtiéndolo en el sector financiero con motivos precautorios, que emplear su dinero en la economía real y productiva, ya que sin un objetivo de inflación transparente los agentes económicos se querrán anticipar y proteger de la inflación (Mateos y Schwartz 1997:5).

Asimismo si el público y, sobre todo, los inversionistas en cartera no confían en los objetivos de inflación anunciados por el banco central, se generará un problema de inconsistencia intertemporal, esto debido a que cuando la autoridad monetaria no tiene la credibilidad necesaria y no puede comprometerse con una política que conduzca efectivamente a una baja inflación, estimula al alza las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, que desembocan en presiones inflacionarias (Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983)). Mientras que en un escenario donde el banco central tengan la confianza del público, la inflación no se disparará. Pero no solo eso, sino que de este modo – aunado a otro tipo de políticas como austeridad fiscal, reformas estructurales, etc. – se busca proteger y mantener buenas expectativas para los inversores en cartera, ya que cualquier alza imprevista en la inflación generaría incertidumbre en el sector financiero lo que traería consigo salidas de capital financiero de la economía.

Según Ramos-Francia y Capistrán (2007) los beneficios que trae dicho esquema son tres:

- Reduce y hace menos volátil la inflación;
- Reduce los costos reales de los procesos inflacionarios; y,
- Ancla las expectativas de inflación de largo plazo al objetivo de inflación anunciado, ya que si el banco central no anuncia un objetivo, entonces las personas en la economía no tendrán la misma expectativa sobre la postura de la política monetaria en el futuro.

Es por ello que los bancos centrales optarán por fijar metas de inflación, y así procurar la estabilidad del nivel de precios, con el fin de generar un entorno económico más estable derivado de las expectativas de los agentes económicos.

No obstante, diversas corrientes económicas indican que este tipo de políticas elevan los costos económicos en casos de recesión, así como agudizan el desempleo y contraen el crecimiento de la demanda agregada. Por ello es necesario dar un repaso a las críticas y visiones alternativas que surgen a dicho modelo, y es que uno de los principales argumentos de dichas críticas es que este tipo de conducción de política monetaria es restrictiva e ineficiente debido a que no promueve el crédito competitivo y accesible, así como subyuga a la política fiscal¹¹. Además de que hay quienes consideran que la política monetaria puede hacer algo más por la economía aparte de solo mantener la estabilidad de precios.

I.II. Un nuevo enfoque, críticas y alternativas al Esquema de Objetivos de Inflación.

“...La focalización del PIB nominal como objetivo podría ayudar a resolver nuestros problemas actuales, así como un régimen monetario duradero para el futuro...” (Frankel, 2012b)

Como se señaló en la introducción, el presente trabajo se orientará a contrastar la teoría convencional que sustenta la política del Esquema de Objetivos de Inflación, apoyada principalmente por los trabajos de Fisher (1963), Kydland y Prescott (1977), Barro y Gordon (1983) y Rogoff (1985), y adoptada por el Banco de México (Ramos-Francia y Torres; 2005), con las visiones heterodoxas a dicha política, representadas principalmente por la escuela Poskeynesiana en trabajos tales como los de Frankel (2012, 2012b), Reichlin (2012), Wray (1998), Sims (2003), entre otros, quienes objetan la efectividad del Esquema de Objetivos de Inflación y el Nuevo Consenso Macroeconómico e inclusive señalan el retroceso que dicha herramienta puede provocar en la economía que la adopte; estos postulados encuentran su fundamento principal en la no neutralidad del dinero y su característica de endógeno que, contrario a lo visto en el apartado anterior, explican que la tasa de interés es un fenómeno monetario y la cantidad de dinero, al afectar a la tasa de interés, puede influir sobre las variables reales; y también se basan en la endogeneidad del dinero, la que se da

¹¹ Esto debido a que para mantener la estabilidad de precios, se ha procurado que la política fiscal sea restrictiva.

debido a que la cantidad de dinero es determinada por los demandantes de este y no por un banco central.

1.11.1 ¿El esquema tiene realmente un impacto en la inflación?

Arestis y Angeris (2006) ponen en duda la efectividad del esquema, esto debido a que no se demuestra empíricamente que la inflación se haya controlado gracias al Esquema, sino a otros factores.

Es decir, si bien los países que adoptaron metas de inflación han logrado reducir y frenar la inflación y la volatilidad de la tasa de interés, no se puede argumentar que esto sea gracias al esquema, y esto debido a que cuenta con tres debilidades, que básicamente se centran en la falta de evidencia empírica que demuestre la efectividad del Esquema de Objetivos de Inflación:

1. Los estudios empíricos no demuestran con pruebas convincentes que las metas de inflación hayan mejorado el rendimiento de la inflación y la credibilidad de la política de los bancos centrales, de hecho, cuando se adoptó dicho esquema en la década de 1990, se vivía en términos generales, un entorno económico estable, lo que provocó que las presiones inflacionarias se redujeran, tal es el caso que la inflación estaba en una tendencia a la baja en muchos países, antes de la introducción de objetivos de inflación, tendencia que continuó después de la adopción del Esquema.
2. Los defensores del Esquema sostienen que de no haberse adoptado se hubiera puesto en riesgo la capacidad de un banco central para proporcionar estabilidad de precios. No obstante, a pesar de dicho argumento tanto la FED como el BCE siguen siendo escépticos a dicho instrumento y no lo han adoptado, e inclusive en el primer caso, uno de sus objetivos es la consecución del pleno empleo (Wray, 1998).
3. Países tales como Nueva Zelanda, Canadá, Suecia y el Reino Unido antes de adoptar el esquema ya habían controlado sus niveles de inflación, es decir, no tenían problemas de inflación alta y precios inestables, sino que estos eran controlados y la inflación era discreta, de hecho Ball y Sheridan (2003) llegan a la conclusión de que son incapaces de encontrar evidencia de que el Esquema mejora el rendimiento económico, medido por el comportamiento de la inflación, el producto y las tasas de interés.

1.11.2 ¿Metas de Inflación o Metas de Estabilidad Cambiaria?

Por otra parte, diversos autores (Huerta, 2011; Clavellina, 2012) argumentan que el esquema y la estabilidad de precios son una ilusión reflejo de un anclaje cambiario que no fue del todo abandonado, esto a pesar de que el Banco de México argumenta en que tiene un tipo de cambio flexible desde 1995, lo que en realidad pasa es que, en el marco de la liberalización financiera actual –libre movilidad de capitales–, las autoridades monetarias buscan un tipo de cambio estable con la finalidad de presentar un panorama financiero sin volatilidad y así buscar grandes volúmenes de inversión en cartera y entrada de capitales y aumento en los niveles de reservas internacionales. Esto con el fin de que la entrada y salida de capitales no actúe en forma especulativa y presione sobre el tipo de cambio.

Del mismo modo, esta estabilidad funcionará para el capital financiero debido a que una depreciación abrupta del tipo de cambio – así como altos niveles de inflación – implicaría pérdidas para las inversiones en cartera radicadas en México, lo cual desembocaría en una crisis estructural como la de 1994. Esto ha llegado a provocar que, para el caso de México, el tipo de cambio se encuentre sobrevalorado hasta en un 16%, – cómo se verá en el capítulo III –.

Ante esto surge la pregunta ¿a través de que herramientas intervienen las autoridades correspondientes para asegurar la estabilidad del tipo de cambio?, pues bien, al no haber condiciones endógenas¹² en la economía para mantener estable el tipo de cambio, tanto el Banco de México como la Secretaría de Hacienda intervienen en el mercado de divisas mediante altas tasas de interés, reformas estructurales y disciplina fiscal, las cuales atraen un mayor volumen de capitales, reflejados en inversión extranjera en cartera. Con este tipo de políticas se garantizan las condiciones de rentabilidad de la inversión especulativa y se da un mayor flujo de capitales que permite estabilizar el tipo de cambio nominal. (Huerta, 2009, 2011)

En síntesis, la política cambiaria y, por tanto, la de estabilidad de precios, trabajan función de los requerimientos del capital financiero y no del sector real de la economía ni del pleno empleo. La estabilidad del tipo de cambio y de los precios deja de ser una herramienta a favor del crecimiento de la economía y actúa en detrimento del sector productivo de la misma. Lo anterior debido a que con un tipo de cambio en verdad flexible, la producción nacional sería más competitiva frente a las importaciones y se reducirían las presiones

¹² Condiciones endógenas tales como Inversión Extranjera Directa o aumento sostenido del Producto Interno Bruto.

sobre el déficit de comercio exterior, lo que desembocaría en un mayor dinamismo de la economía y una mayor generación de empleo.

1.II.3 ¿Cuáles son los límites del Esquema? ¿Cómo afecta a la política fiscal?

Aunado a lo anterior, Sims (2003) ha argumentado que usar la tasa de inflación como ancla nominal para llevar a cabo la política monetaria no es del todo útil, ya que si bien el banco central mediante la adopción del Esquema puede tener una mayor credibilidad e impacto a mayor plazo que con el uso de otras herramientas como la tasa de interés o la expansión de la oferta monetaria, este tipo de política puede llegar a ser insostenible, sobre todo cuando la política fiscal se torna restrictiva y tiene efectos procíclicos y contrae la demanda agregada.

Es decir, una de las principales virtudes de dicho esquema es que el banco central transparenta su actuar al implementar metas y acciones para lograr objetivos específicos de inflación. No obstante, los Objetivos de Inflación – alcanzados en gran medida mediante la estabilidad cambiaria como se señalaba en la sección anterior¹³ – serían más un obstáculo para el crecimiento económico que un beneficio para la economía, esto debido a que las autoridades al adoptar una meta de inflación, harán todo por controlar tanto los niveles de precios como del tipo de cambio, incluso prevenir los “choques”¹⁴ que se puedan presentar y en dado caso encausar la inflación a la meta establecida. Sin embargo, entre este tipo de “choques” se encuentran los producidos por una política fiscal expansiva por ejemplo, y es que la política fiscal, debe ser tratada como una fuente potencial de “choques” tanto de aumento de demanda como – en determinadas circunstancias – de aumento de precios (Sims, 2003).

Si bien puede ser comprensible que la banca central busque tener bajo control la estabilidad de precios, al estar supeditada la política fiscal a sus objetivos, no se podrá impulsar con el dinamismo necesario a la esfera productiva de la economía; además, según Loyo (2000), sin una política fiscal que sea acorde con la política monetaria, es decir, con una falta de apoyo fiscal para la política monetaria, la tasa de interés inclusive podría a llegar a ser alta y no contener la inflación, con lo que puede afectar al sector real de la economía, haciendo

¹³ Para obtener dicha estabilidad de precios, el Banco Central opta por mantener una estabilidad cambiaria debido al efecto traspaso que el Tipo de Cambio tiene con respecto a la inflación y debido a que la baja volatilidad cambiaria le proporciona al Banco Central un escenario de estabilidad para la entrada de una mayor inversión en cartera y a la vez una mayor acumulación de reservas internacionales.

¹⁴ Algunos tipos de “choques” pueden llevar a la economía lejos de la meta de inflación temporalmente, hecho que el banco central buscará evitar.

insostenible el Esquema. Por lo que en cualquier economía con una política fiscal que tienda a ser superavitaria, las metas de inflación serán una recomendación dudosa, y viceversa, es decir en una economía con metas de inflación, será poco recomendable una política fiscal restrictiva.

En resumen, si bien es cierto que las metas de inflación en la mayoría de los países han conllevado una mejora en la estabilidad de precios, la mejora se debe a la transparencia del esquema, pero su efectividad se ve en duda si no cuenta con una política fiscal que apoye el crecimiento económico, no obstante, con una búsqueda de estabilidad de precios la política fiscal se encontrará sujeta a las metas de inflación debido a los choques que pudiera producir. No obstante, este tipo de propuestas encuentran una fuerte resistencia, ya que pueden ser vistas como una amenaza a la "independencia" de la Banca Central, ya que para visiones como la del Nuevo Consenso Macroeconómico la política monetaria es vista como un asunto técnico completamente aislado del Estado.

1.11.4 ¿Los objetivos de Inflación han muerto después de la crisis de 2008?, críticas postcrisis y una nueva alternativa de Esquema.

Si bien desde la adopción del Esquema ha habido críticas como las vistas en las secciones anteriores, después de la crisis de 2008 hubo una desacreditación de dicha política y se ha puesto en duda el papel de la política monetaria y la efectividad del Esquema para evitar la inestabilidad financiera producida por choques como los vividos en dicha crisis.

Por ejemplo, en un análisis más reciente, Broadbent (2012) señala que a partir de la adopción del esquema en la mayoría de los países se ha gozado de cerca de 15 años de estabilidad de precios y baja inflación, pero también se han sufrido tasas discretas de crecimiento económico, y a partir de la crisis, en múltiples casos se ha demostrado que el contar con estabilidad de precios ya no ofrece una garantía de estabilidad financiera.

Mientras que uno de los mayores fracasos de las metas de inflación, según el economista estadounidense Jeffrey Frankel (2012a), fue la falta de respuesta a los choques financieros, tales como las burbujas de los mercados de activos, al igual que Svensson (2009), considera como alternativa que debería haber una política de metas de inflación *flexibles*, con tal de dar peso también a un objetivo de crecimiento del PIB real en el corto plazo, meta que no forma parte de la actual visión de los responsables de llevar a cabo la política monetaria en el banco central.

Inclusive menciona que se debe sustituir la estabilidad de precios por un nuevo objetivo que sería el de “objetivos de crecimiento nominal del PIB”, que al igual que el esquema trabajaría como ancla nominal de la economía, sin embargo sería una herramienta más poderosa ya que al contrario que la estabilidad de precios, un esquema de metas de crecimiento del PIB no sería excesivamente rígido en respuesta a choques de demanda adversos, ya que podría estabilizar dichos choques, asimismo un shock de oferta adverso se dividiría automáticamente entre la inflación y el PIB real, que es “más o menos lo que un banco central con discreción haría de todos modos” (Frenkel 2012b).

Para llevarse a cabo, este tipo de políticas deben sustentarse con herramientas como tipo de cambio flexible, soberanía de la moneda, políticas económicas a favor del crecimiento económico y de respuesta contracíclicas en caso de shocks, que impulsen la demanda agregada y no que la contraigan como las actuales políticas.

1.II.5 Medidas de Generación de empleo como alternativa al control de la inflación, el enfoque cartalista.

Ya hemos visto las principales críticas e inclusive propuestas para una conducción de la política monetaria, no obstante no se puede dejar de lado la política fiscal; la cual se debe conjuntar con una política monetaria que busque la soberanía de la moneda y un tipo de cambio flexible.

En una de las ramas del pensamiento poskeynesiano se encuentra la escuela cartalista, la cual incorpora el papel central del Estado – gasto y recaudación de impuestos – al análisis del dinero; Wray (1998), critica que la mayoría de los economistas consideran que la política monetaria es la responsable de mantener el valor interno de los precios y de la moneda, tal como lo vimos con la Teoría Cuantitativa; asimismo esto se refleja en el Nuevo Consenso Macroeconómico que pareciera establecer como objetivo primordial de la banca central una tasa de inflación baja y estabilidad en los precios. El dinero es una “criatura del Estado” y es “imposible separar la teoría del dinero de la teoría del Estado” (Wray, 1998).

Según este enfoque, en los últimos 15 años la banca central no ha podido controlar la oferta de moneda en la forma deseada; de hecho, la perspectiva convencional (sobretudo el NCM) malinterpreta el proceso de oferta de reserva, solo trabaja con la tasa de interés, haciendo que la mayor parte de las actividades del banco central sean defensivas; sin embargo

argumenta que no debe haber políticas que busquen contener la inflación, sino políticas que busquen una mayor generación de empleo.

Como ya se ha mencionado en las secciones anteriores, tanto la estabilidad del tipo de cambio y la política fiscal, que busca un déficit nulo, son implementadas para buscar la estabilidad de los precios, y evitar presiones inflacionarias, no obstante, según Wray (1998) esto deja de estimular al crecimiento económico y hace más grande la brecha del pleno empleo.

Además, los objetivos de inflación están determinados en parte por el manejo de la oferta monetaria, y esta a su vez por el nivel de reservas monetarias que tengan tanto el banco central como la banca comercial, no obstante, las políticas para mantener el tipo de cambio en un nivel preestablecido por la banca central se centran en conservar esas reservas monetarias para respaldar el dinero fiduciario. La política monetaria de la Banca Central, mayormente se basa en la búsqueda de reservas monetarias para contrarrestar presiones cambiarias e inflacionarias.

Debido a lo anterior, los bancos centrales adoptan medidas no discrecionales en el uso de sus reservas para controlar la inflación, tales como la tasa de interés *overnight* (a un día), no obstante, la banca al crear préstamos y créditos no espera a que haya reservas excedentes antes de efectuar dichos préstamos y crear depósitos, por lo cual careciendo la banca comercial de las reservas requeridas, el banco central debe subsanarlas mediante compras de mercado abierto, que es donde utiliza como herramienta dicha tasa de interés. Es por ello que el banco central no tiene control directo, y muy poca influencia indirecta, sobre la cantidad de moneda bancaria (Wray 1998). Como ya se mencionaba esta es determinada por la cantidad de préstamos bancarios, y estos al afectar el total de las reservas y el dinero en circulación tienen efectos sobre la inflación, que el Banco Central trata de mitigar mediante la acumulación de reservas y una tasa de interés alta para la atracción de inversión en cartera. Todo lo anterior, merma la actividad productiva de la economía y baja los niveles de empleo, aumentando la brecha entre empleo real y potencial, como se señalaba líneas antes.

Ante esto, Wray (1998) propone alcanzar el pleno empleo, sin caer en presiones inflacionarias mediante un Estado que actúe como “Big Government”, que funja como patrón de última instancia, ofreciendo trabajo a quien tenga disposición, voluntad y capacidad de

hacerlo, y de ser contratado al salario mínimo vigente. Esto mediante gasto fiscal, el cual no generaría presiones inflacionarias debido a que al ofrecer el gobierno contratar a un precio fijo a quien quiera que se presente a trabajar, ayudaría a anclar los precios para conferir mayor estabilidad de precios al sistema, y evitar por tanto que tal política de pleno empleo origine presiones inflacionarias (Huerta, 2007).

CAPÍTULO II

El caso Latinoamericano, comparativa de Regímenes de Inflación en la Región

Como se ha mostrado en el capítulo anterior el Esquema de Objetivos de Inflación es un planteamiento económico que basa sus ideas principalmente en el Nuevo Consenso Macroeconómico, y que, desde la década de 1990, ha ido cobrando relevancia en la mayoría de las economías occidentales; asimismo de los 27 países que se mostraban en el capítulo anterior (cuadro 1), se observa que, por lo menos la mitad de los países que han adoptado dicho esquema son economías en desarrollo, de los cuales seis son economías latinoamericanas –entre ellas la de México–; pero que a pesar de haber adoptado dicho esquema los resultados no han sido del todo alentadores. Este capítulo se enfocará a mostrar el comportamiento de la inflación y el crecimiento económico en las economías latinoamericanas así como la conducción de las políticas monetarias de algunos de estos países, y los resultados que han mostrado. Se explorará el caso latinoamericano en general, donde se estudiará la relación que han tenido bajas tasas de inflación con bajas tasas de crecimiento económico.

Ya en casos más específicos, se estudiará que si bien economías como la de Brasil han adoptado dicho esquema, esta cuenta con una distinta dinámica económica y que inclusive ha demostrado que a pesar de presentar altas tasas de inflación – en ocasiones saliéndose de las metas establecidas – ha tenido un crecimiento sostenido y continuo.

Contrario a Brasil y México, tenemos el caso de Argentina, que de haber adoptado políticas de estabilidad de precios en 1992 – siete años antes que México –, en 2012 (y como consecuencia de la crisis de inicios del siglo XXI) viró sus objetivos de política monetaria y pasó de una política monetaria pasiva a una política generadora de crédito, promotora del crecimiento económico e impulsora del crecimiento con inclusión social¹⁵.

Con esto se plantea mostrar cómo algunos países han tenido resultados distintos y, en algunos casos, favorables, debido a que no han restringido completamente su política

¹⁵ A partir de la reforma al Banco Central de la República de Argentina en marzo de 2012.

monetaria a la consecución de una inflación estable y baja; ya que como se ha planteado una política monetaria que esté solo enfocada a la inflación y al control del tipo de cambio contrae la actividad económica.

II.2 El caso general latinoamericano

II.2.1 El Casillero Vacío, baja inflación y alto crecimiento económico

Adaptando la metodología del “Casillero Vacío” del estructuralista de la CEPAL Fernando Fajnzylber¹⁶ (1990), se trabajó con los datos disponibles de 1990 a 2011 de inflación anual y tasas de crecimiento del PIB para reflejar el dinamismo de 12 economías latinoamericanas¹⁷. Las líneas divisorias para la matriz se definieron 15% para la inflación, por ser un punto de inflexión que se abordará en la sección siguiente, y 3.72% para el crecimiento económico que es la media de crecimiento del PIB de las economías latinoamericanas en este periodo.

**Tabla 2. Matriz Crecimiento Económico – Inflación
América Latina (1990 – 2011)**

A. Latina	Bajo Crecimiento Económico $\Delta Y_t \leq 3.72\%$	Alto Crecimiento Económico $\Delta Y_t > 3.72\%$
Baja Inflación $\pi \leq 15\%$	Bolivia ($\pi = 7.16, \Delta Y_t = 3.71$) Colombia ($\pi = 12.76, \Delta Y_t = 3.61$) México ($\pi = 11.72, \Delta Y_t = 2.90$) Guatemala ($\pi = 10.45, \Delta Y_t = 3.72$) Paraguay ($\pi = 11.37, \Delta Y_t = 3.01$)	Chile ($\pi = 6.67, \Delta Y_t = 5.13$)
Alta Inflación $\pi > 15\%$	Uruguay ($\pi = 25.53, \Delta Y_t = 3.33$) Venezuela ($\pi = 33.57, \Delta Y_t = 3.06$) Brasil ($\pi = 328.18, \Delta Y_t = 2.75$)	Argentina ($\pi = 71.46, \Delta Y_t = 4.32$) Perú ($\pi = 362.47, \Delta Y_t = 4.54$)

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial y CEPAL

Al cruzar las variables de crecimiento e inflación aplicando las líneas divisorias ya referidas (véase *tabla 2*), se genera una matriz de doble entrada con cuatro casilleros, donde la única economía de la región con “baja”¹⁸ inflación y alto crecimiento económico es la chilena; sin embargo, si fuéramos más estrictos con el límite de inflación ese casillero quedaría vacío¹⁹, indicándonos que en la región no hay países que tengan una inflación baja (o dentro de los límites establecidos por sus bancos centrales) y que tengan un alto crecimiento económico,

¹⁶ El estudio original relaciona el crecimiento económico con la equidad en América Latina (1965 – 1984), donde encuentra un “casillero vacío” en la combinación ‘mayor equidad-mayor crecimiento’, es decir, en el período de estudio no había en América Latina países que pudieran haber alcanzado a un mismo tiempo un crecimiento equiparable al de los países avanzados de ese entonces y un nivel de equidad superior entre su población. Para mayor detalle véase Fajnzylber (1990).

¹⁷ En la matriz se incluyeron los países latinoamericanos que han adoptado el esquema Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México y Perú, (véase *tabla 1*) más Argentina, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Venezuela

¹⁸ La inflación en Chile durante este periodo fue de 6.67% anual, inflación que se considera alta para aquellos países que han adoptado el Esquema de Objetivos de Inflación, a excepción de Ghana (véase *tabla 1*).

¹⁹ Debido a que la inflación promedio de Chile está por encima de las metas de inflación convencionales y adoptadas por el mismo Banco Central de aquel país.

es decir, no habría evidencia suficiente como para argumentar que la estabilidad de precios y las políticas monetarias restrictivas puedan fomentar el crecimiento económico sostenido como lo justificaría el Banco de México (2012).

En la matriz realizada hay dos puntos a recalcar: a) de los seis países con baja inflación (cuadrantes I y II), cinco de ellos presentan un crecimiento económico por debajo de la media de América Latina y b) de los países que han adoptado el Esquema (Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México y Perú), solamente Chile y Perú han presentado tasas más altas de crecimiento, pero para el caso de Perú su tasa de inflación promedio es considerablemente más elevada.

Este acercamiento nos puede dar un panorama general de cómo se comportan las economías latinoamericanas con respecto al crecimiento económico y la inflación, no obstante, no nos muestra en su totalidad el comportamiento del crecimiento económico con distintos puntos y rangos de inflación.

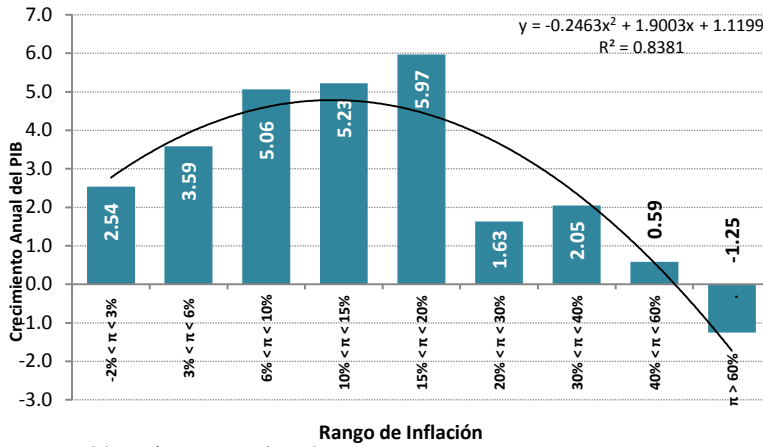
II.2.2 Un Modelo Bivariante

Un trabajo que aborda la relación inflación–crecimiento económico en América Latina es el de Ochoa y Orellana (2004), que, desde una visión crítica, estudia la política de control de la inflación en los países latinoamericanos de 1980 a 2000 y, mediante una aproximación bivariante, se llega al resultado de que entre más bajas las tasas de inflación presentadas por los países, el crecimiento económico es más discreto, mientras la inflación sube en los países latinoamericanos – hasta una tasa del 15% –, el crecimiento económico en promedio también crece, y es solo con tasas aún más superiores – mayores al 30% –, cuando el crecimiento del PIB es más discreto e incluso hasta negativo – con tasas mayores al 200%–.

Dicha metodología se aplicó para el caso de 10 economías de la región²⁰, dónde se agruparon las observaciones de inflación y crecimiento durante el período de 1990 a 2012, en primer lugar se realizó un promedio simple de dichas observaciones por rango, para observar el comportamiento del crecimiento económico con respecto a la inflación:

²⁰ Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Gráfico 2. Crecimiento Económico por Rangos de Inflación en Latinoamérica (1992 – 2012)



Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL. 2014

Tabla 3. Crecimiento Económico en AL por rangos de Inflación

Rango de Inflación	Crecimiento Promedio (%)
-2% < π < 3%	2.54
3% < π < 6%	3.59
6% < π < 10%	5.06
10% < π < 15%	5.23
15% < π < 20%	5.97
20% < π < 30%	1.63
30% < π < 40%	2.05
40% < π < 60%	0.59
$\pi > 60\%$	-1.25

Con el gráfico 2 podemos ver la tendencia que tienen ambas variables, en primera instancia podríamos confirmar que no existe una relación lineal clara entre inflación y crecimiento económico, sino que en las economías latinoamericanas pareciera existir un rango en el que la inflación de entre 6% y 20% permite un mayor crecimiento económico que un rango de inflación menor al 6%, que es el aceptado generalmente por los bancos centrales que adoptaron un esquema de objetivos de inflación. Mientras que más allá del 20% el crecimiento económico se vuelve discreto e inclusive negativo en niveles mayores al 60%. No obstante, se consideró necesario realizar estimaciones más formales con la misma base de datos para comprobar el comportamiento que guarda la inflación y el crecimiento económico obteniendo los siguientes resultados:

$$\Delta PIB_i = \alpha + \beta_1 \pi_i + \beta_2 \pi_i^2 + \varepsilon_i$$

Tabla 4. Aproximaciones por OLS de Crecimiento Económico para tasas de inflación en América Latina (1992 -2011)

	Inflación Puntual					Por Rangos de Inflación				
	Modelo lineal		Modelo cuadrático			Modelo lineal		Modelo cuadrático		
	α	β_1	α	β_1	β_2	α	β_1	α	β_1	β_2
ΔY_i	4.368	-0.051	4.122	-0.014	-0.0005	4.482	-0.219	0.476	2.307	-0.295
	(10.56)*	(-2.32)*	(7.98)*	(-0.28)	(-0.80)	(7.13)*	(-1.36)*	(0.43)	(3.76)*	(-4.26)*
R ² :		0.0294			0.0329		0.0102			0.1021
F:		[5.39]*			[3.01]**		(1.84)**			(10.06)*
ΔY_i (sin cons)		β_1	β_1	β_2		β_1		β_1	β_2	
		0.099	0.296	-0.004		0.774		2.553	-0.320	
		(4.63)*	(7.71)*	(-5.97)*		(8.34)*		(11.55)*	(-8.60)*	
R ² :		0.1070		0.2559		0.280			0.4914	
F:		[21.45]*		[30.60]*		[69.60]*			[86.00]*	

Fuente: Elaboración propia con información de Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2014

Notas: Los valores entre paréntesis representan el estadístico t para los coeficientes y entre corchetes el estadístico F para la regresión en conjunto.

(*) y (**) indica rechazo de la hipótesis nula a un nivel de significancia del 5 y 10 por ciento respectivamente.

De las estimaciones realizadas, se observa que todas las funciones cuadráticas tienen un β_2 negativo, es decir, la curva de comportamiento del PIB es convexa y tiene un punto de inflexión máximo, lo cual indica que el crecimiento económico tendrá tasas más altas con rangos más altos de inflación, esto hasta un punto tal de inflación en el que el crecimiento económico encuentre un máximo a partir del cual empezaría a decrecer. De las ocho estimaciones anteriores, las que presentaron estadísticos más consistentes – una R^2 más alta y todos sus estimadores estadísticamente significativos al 5% – fueron los modelos cuadráticos (es de especial significancia el modelo cuadrático por rangos sin constante), los cuales se reproducen a continuación:

Gráfico 3. América Latina - Estimación del Crecimiento del PIB en función de la Inflación por OLS

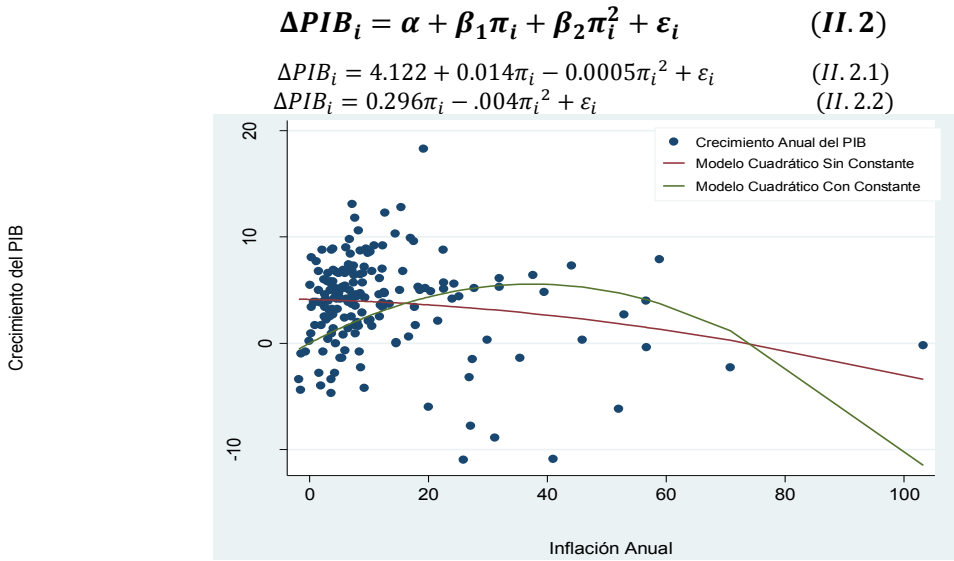
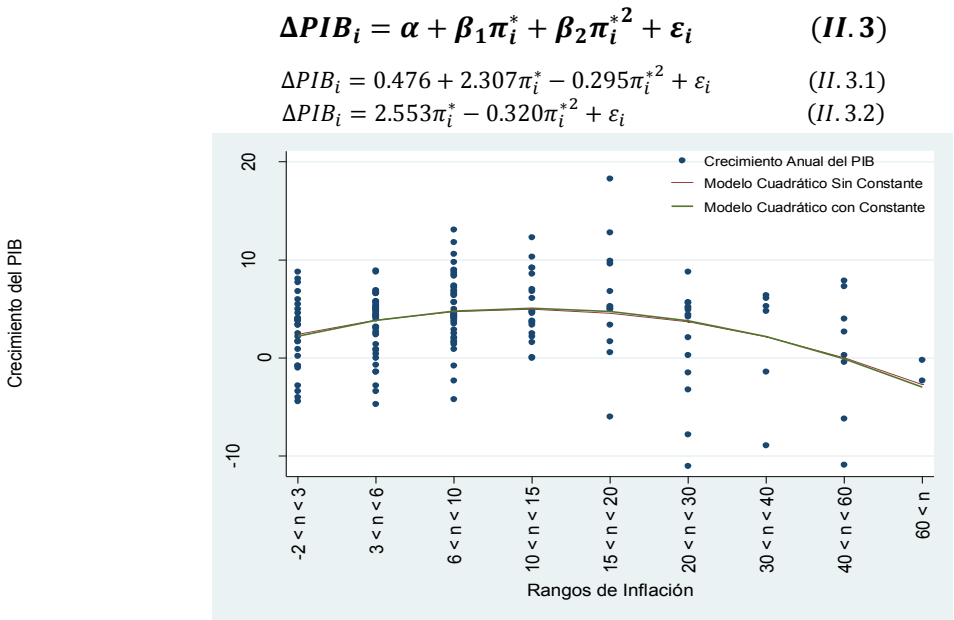


Gráfico 4. América Latina - Estimación del Crecimiento del PIB en función de Rango de Inflación por OLS



A partir de los cálculos anteriores podemos estimar el punto de inflexión de una manera sencilla al maximizar y despejar las ecuaciones (II.2 y II.3).

**Tabla 5. Puntos de Inflexión de las Estimaciones para América Latina
Crecimiento del PIB e Inflación
(1992-2011)**

Modelo	Ecuación	Punto de Inflexión
1 Inflación puntual con constante	$\Delta PIB_i = 4.122 + 0.014\pi_i - 0.0005\pi_i^2 + \varepsilon_i$	$\pi = 14.0$ $\Delta PIB = 4.220$
2 Inflación Puntual sin constante	$\Delta PIB_i = 0.296\pi_i - 0.004\pi_i^2 + \varepsilon_i$	$\pi = 37.0$ $\Delta PIB = 5.476$
3 Inflación por rangos con constante*	$\Delta PIB_i = 0.476 + 2.307\pi_i^* - 0.295\pi_i^{*2} + \varepsilon_i$	$\pi = 3.910 \rightarrow 10 < \pi < 15$ $\Delta PIB = 4.228$
4 Inflación por rangos sin constante*	$\Delta PIB_i = 2.553\pi_i^* - 0.320\pi_i^{*2} + \varepsilon_i$	$\pi = 3.989 \rightarrow 10 < \pi < 15$ $\Delta PIB = 5.092$

Notas:

1. El rango está determinado por el valor de π , en ambos casos el valor de π es cercano a 4 (3.910 y 3.989), lo que nos indica que hay evidencia de que el rango de inflación donde está el punto máximo es el 4, el cual corresponde a $[10 < \pi < 15]$
2. Hay que tomar en cuenta que según la tabla 4, las estimaciones más significativas son las hechas con los rangos de inflación, en específico el número 4

El punto de inflexión de la estimación (4) nos indica que para los rangos más bajos de inflación el crecimiento es discreto, pero entre mayor sea el rango inflacionario el crecimiento de la economía va a ir en aumento hasta el cuarto rango (de 10 a 15%) la economía va a alcanzar su punto máximo y a partir de ahí empezará a presentar niveles de crecimiento menores y a mayores tasas de inflación, lo cual no es conveniente para la economía porque se estaría cayendo a un punto de crisis inflacionaria y de producción.

Aunado a lo anterior podemos concluir preliminarmente que si se adoptaran políticas de ampliación de gasto público para impulsar el crecimiento económico²¹ y si estas llegaran a ser inflacionarias, el límite de crecimiento se encontraría en el punto de inflexión, siendo contraproducente un aumento del gasto más allá de dicho punto, ya que después de este punto un aumento en el gasto provocaría un aumento en la inflación y una contracción del crecimiento económico. No obstante existe un rango inflacionario (de 10 a 15%) el cual no ha sido abordado por los responsables de política monetaria ya que se han contenido a mantener niveles inferiores a 4.5% para el caso latinoamericano (véase tabla 2).

²¹ Cabe mencionar que desde la perspectiva de los modelos de crecimiento liderados por la demanda agregada, el gasto público resulta fundamental para mantener y/o restaurar la demanda efectiva, y con ello los niveles de inversión y de empleo.

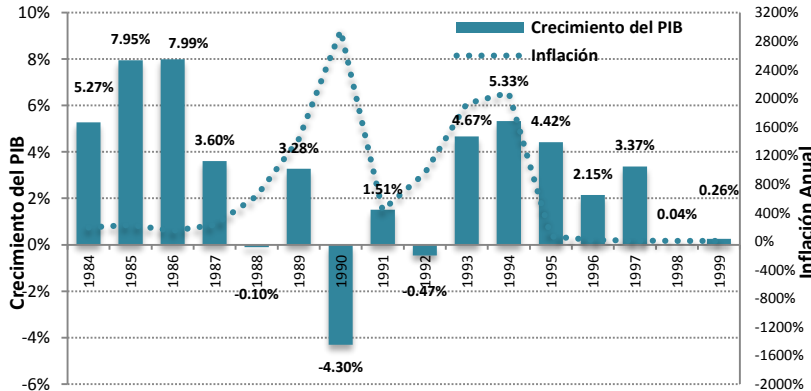
Ya explorado el panorama general latinoamericano, a continuación se revisan dos casos específicos de la región: el brasileño y el argentino para ser comparados con el mexicano, casos que presentan antecedentes inflacionarios elevados en la década de 1990 e inicios de 2000 pero que en 2012 optaron por conducir su política monetaria de manera diametralmente distinta. Mientras que Brasil ha optado por reducir su inflación a costa del crecimiento de la economía (Mantega, 2013); Argentina ha optado por cambiar la forma de conducción de política monetaria, ya que de solo buscar un objetivo de estabilidad de precios modificó el mandato de su banco central para conseguir metas en los rubros de creación del empleo, desarrollo con equidad social, una mayor cobertura crediticia, reducir la volatilidad cambiaria y estabilidad monetaria y financiera (Argentina, 2012).

II.3 Brasil, hiperinflación con alto crecimiento económico.

"El Gobierno jamás dejará que la inflación quede fuera de control" Guido Mantega (2013), Ministro de Hacienda de Brasil.

Durante la década de 1980 y gran parte de la de 1990, Brasil padeció una alta inflación, razón por la cual se decidió tomar un proceso de estabilización de precios a mediados de la década de 1990, proceso que culminaría con la implementación del Esquema de Objetivos de Inflación en aquel país. No obstante, el caso brasileño se caracterizó por ser una economía de alta inflación y alto crecimiento económico (Ochoa y Orellana, 2004). Como muestra de ello están las tasas de crecimiento económico positivo que tuvo Brasil durante los últimos 30 años (véase gráfico 5).

Gráfico 5. Brasil - Inflación Anual y Crecimiento del PIB (1984- 1999)



Fuente: Banco Mundial

Tabla 6. Brasil - Inflación Anual y Crecimiento del PIB (1984- 1999)

Año	Crecimiento PIB (%)	Inflación (%)
1984	5.27%	192%
1985	7.95%	226%
1986	7.99%	147%
1987	3.60%	228%
1988	-0.10%	629%
1989	3.28%	1431%
1990	-4.30%	2948%
1991	1.51%	433%
1992	-0.47%	952%
1993	4.67%	1928%
1994	5.33%	2076%
1995	4.42%	66%
1996	2.15%	16%
1997	3.37%	7%
1998	0.04%	3%
1999	0.26%	5%

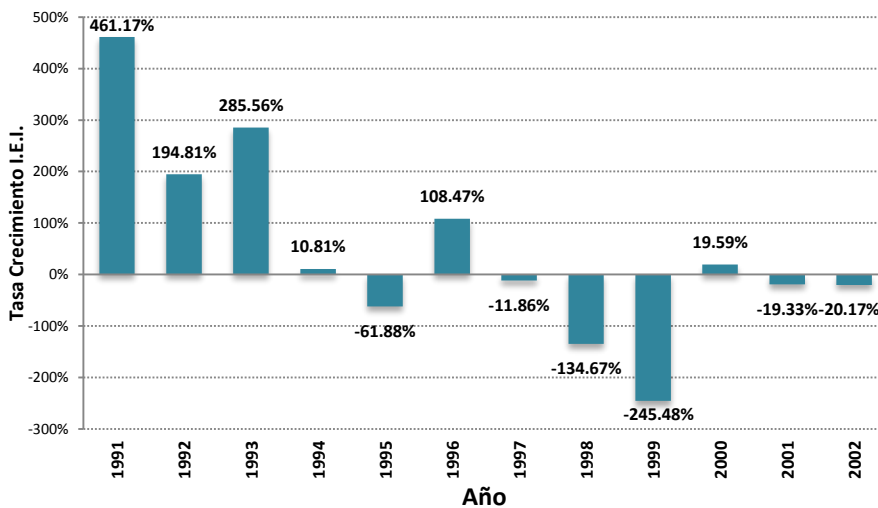
Pues bien, debido a la alta inflación vivida en la economía brasileña y a pesar del crecimiento económico que coexistió en aquel país, Brasil implementó objetivos inflacionarios y en 1999 le confirió a su banco central el objetivo único de mantener la estabilidad de precios dotándolo de la autonomía suficiente para dirigir la política monetaria de aquel país; esto fue después de haber adoptado un tipo de cambio flotante a finales de la década de 1990, como consecuencia de las crisis financieras asiática y del Rublo. Esto, como se señalará más adelante, fue con el fin de dar señales de estabilidad y certidumbre financiera al exterior y poder tener una mayor captación de inversión extranjera indirecta y una mayor entrada de divisas.

II.3.1 Antecedentes

La situación económica previa a la crisis brasileña y a la posterior adopción del Esquema de Objetivos de Inflación, era de inestabilidad e incertidumbre financiera, tanto en aquel país como en el resto del mundo. En el exterior, como antecedentes directos de dicha crisis están la crisis asiática de noviembre de 1997 y la crisis rusa nueve meses después, las cuales generaron nerviosismo en los inversionistas internacionales, quienes empezaron a observar cuidadosamente la evolución macroeconómica de los mercados emergentes donde tenían mayor parte de su inversión en cartera (López Toledo, 2013), uno de esos mercados emergentes sería Brasil.

Mientras tanto, como antecedentes internos de dicha crisis, tenemos que a mediados de 1998, Brasil contaba con fragilidades fiscales y de balanza de pagos, de hecho dicho país registraba un déficit primario, es decir, el gasto público superaba al ingreso, según Fraga (2000), la deuda pública interna era de un monto equivalente al 40% del PIB y la mayor parte de ella consistía en financiamiento a corto plazo y el 80% de la misma vencía ese mismo año, aunado a que el déficit corriente se acercaba al 5% del PIB, además de que la economía estaba entrando en recesión. Dichos factores – crisis internacionales y las fragilidades fiscales – fueron suficientes para incentivar el nerviosismo de los inversores, generando desconfianza hacia la economía brasileña y disminuciones en las entradas de inversión extranjera indirecta (véase gráfico 6).

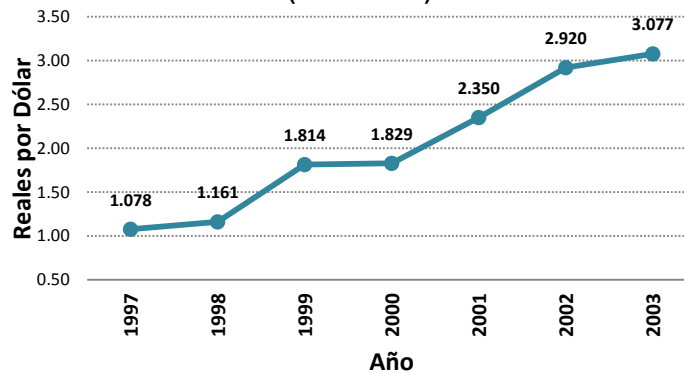
Gráfico 6. Brasil – Tasa de Crecimiento de la Inversión Extranjera Indirecta (1991- 2002)



Fuente: Banco Mundial

Como resultado de lo anterior, la inversión en cartera en Brasil se estancó, se inmovilizó la entrada de capitales y los inversores comenzaron a sacar sus capitales del país, esto debido al temor que se empezó a generar de que el gobierno no pudiera honrar la deuda emitida para financiar su déficit fiscal; lo que generó presiones sobre el tipo de cambio y obligó así a aquel país a hacer flotar el Real Brasileño, induciendo una mayor incertidumbre por parte de los inversionistas y provocando así que se debilitara el Real propagándose aún más el pánico entre el sector financiero en 1998 y derrumbando la divisa a 1.81 por dólar, frente a 1.16 a comienzos del año –una devaluación del 56.3%– .

Gráfico 7. Brasil - Tipo de Cambio Promedio Reales por US Dólar (1997 - 2003)

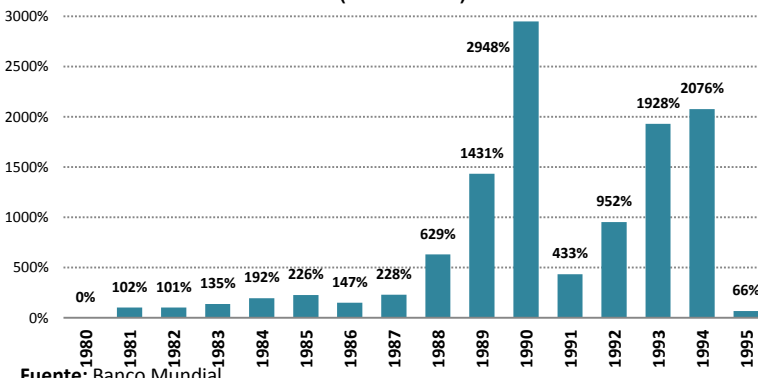


Fuente: Obela, con base en datos del Banco Mundial

II.3.2 La Adopción de un nuevo Esquema, un buen inicio con un difícil porvenir.

Ante esta situación de salida de capitales, fuerte devaluación, previsiones de bajo crecimiento económico y alto déficit, el fantasma de la inflación – que en años pasados había alcanzado niveles de cuatro dígitos (véase gráfico 8 y tabla 7) – empezaba a rondar la economía brasileña, ya que ahora los analistas económicos preveían tasas de inflación del 30% al 80%, mientras que el PIB brasileño crecería entre el 3% y el 6% (Fraga, 2000).

Gráfico 8. Brasil - Inflación Anual (1980 - 1995)



Fuente: Banco Mundial

Tabla 7. Brasil - Inflación Anual (1980-1995)

1980	0%
1981	102%
1982	101%
1983	135%
1984	192%
1985	226%
1986	147%
1987	228%
1988	629%
1989	1431%
1990	2948%
1991	433%
1992	952%
1993	1928%
1994	2076%
1995	66%

Fuente: Banco Mundial

Como respuesta a ello el gobierno brasileño elevó las tasas de interés a corto plazo – SELIC – y se vio forzado a abandonar el vínculo con el dólar, pasando a un tipo de cambio flotante, y a un régimen fiscal de austeridad y de estabilidad de precios, siendo este último el objetivo primordial del Banco Central de Brasil (BCB). Lo anterior con el objetivo de mostrar rasgos de estabilidad financiera y poder atraer la inversión en cartera que, como vimos, cada vez disminuía más y los inversores se mostraban más temerosos ante la evolución de la economía brasileña (García, 2007).

Para cumplir lo anterior, además se dotó de autonomía al BCB, dándole una mayor libertad de gestión, para que la toma de decisiones no estuviera influenciada por intereses políticos (Barro y Gordon 1983) y del mismo modo, dar la certidumbre suficiente a los principales inversores extranjeros, de que el país iba a mantener cifras macroeconómicas estables, sobre todo en cuanto a inflación y a tipo de cambio.

Con esto, las autoridades monetarias de Brasil optaron por fijar objetivos de inflación en dos etapas: primero, en marzo de 1999, anunciaron como objetivo reducir la inflación a una tasa anualizada de un dígito para el último trimestre de ese mismo año (Brasil, 2009 y Fraga 2000), usando dicha meta como ancla transitoria reduciendo así temporalmente el pánico en el sector financiero, y en una segunda etapa se propuso como meta que a fines de junio estaría establecida la estrategia de metas explícitas de inflación.

Lo anterior se vio fortalecido mediante el decreto No. 3088 del 21 de junio de 1999 (Brasil, 1999), en el que Brasil adoptó formalmente un sistema de "metas de inflación" acorde con los postulados del NCM vistos en el primer capítulo, los cuales sirvieron como guía para establecer el régimen de política monetaria donde se fijaron metas a corto y a mediano plazo (véase *Tabla 8*), dándole al Banco Central plena libertad y autonomía para cumplir con ese único mandato; asimismo se le busco dar importancia a la transparencia y credibilidad del nuevo modelo adoptado²².

Así fue como de este modo en 1999, el Banco Central de Brasil, con una nueva autonomía de gestión para conducir la política monetaria, planteó la adopción formal de un nuevo Esquema de Objetivos de Inflación, con lo que los anclajes de la política monetaria ya mencionados permitieron a Brasil bajar el nivel de inflación a cifras de un dígito.

²² Dicha transparencia se da mediante la publicación de actas de reunión, informes periódicos del Banco y comunicados de prensa, esto con el objetivo de que el público pueda dar seguimiento a las decisiones de dicho organismo, y en caso de que no se cumplan las metas, dicho decreto obliga al Presidente del Banco Central de Brasil a dar a conocer públicamente los motivos de incumplimiento y las medidas – y el plazo para que estas entren en vigor – para garantizar el retorno de la inflación a la establecida (Brasil, 2009).

Tabla 8 Brasil – Seguimiento Histórico de Metas de Inflación

Año	Norma	Fecha	Meta	Banda (+/-)	Límite Inf.	Límite Sup.	Inflación Real
1999			8.00%	2.00%	6.00%	10.00%	8.94%
2000	Resolución 2.615	30/06/1999	6.00%	2.00%	4.00%	8.00%	5.97
2001			4.00%	2.00%	2.00%	6.00%	7.67
2002	Resolución 2.744	28/06/2000	3.50%	2.00%	1.50%	5.50%	12.53%
2003	Resolución 2.842	28/06/2001	3.25%	2.00%	1.25%	5.25%	9.30%
	Resolución 2.972	27/06/2002	4.00%	2.50%	1.50%	6.50%	
2004	Resolución 2.972	27/06/2002	3.75%	2.50%	1.25%	6.25%	7.60%
	Resolución 3.108	25/06/2003	5.50%	2.50%	3.00%	8.00%	
2005	Resolución 3.108	25/06/2003	4.50%	2.50%	2.00%	7.00%	5.69%
2006	Resolución 3.21	30/06/2004	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	3.14%
2007	Resolución 3.291	23/06/2005	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	4.46%
2008	Resolución 3.378	29/06/2006	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	5.90%
2009	Resolución 3.463	26/06/2007	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	4.31%
2010	Resolución 3.584	01/07/2008	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	5.91%
2011	Resolución 3.784	30/06/2009	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	6.50%
2012	Resolución 3.88	22/06/2010	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	5.84%
2013	Resolución 3.991	30/06/2011	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	--
2014	Resolución 4.095	28/06/2012	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	--
2015	Resolución 4.237	28/06/2013	4.50%	2.00%	2.50%	6.50%	--

Fuente: Banco Central De Brasil

De este modo fue como en 2000 la política monetaria por objetivos de inflación se convirtió en la herramienta ideal para desacelerar la tasa de inflación y mantenerla en niveles estables, siendo este el único objetivo de dicho organismo; no obstante, esto se logró abandonando cualquier meta de crecimiento económico o metas de niveles de empleo –al igual que México, este esquema se convertiría en la herramienta más adecuada para demostrar estabilidad macroeconómica y financiera–.

En 2000, primer año en el que se adoptó el esquema, se logró reducir sustantivamente la inflación, pasando de 8.94% a 5.97%, mientras que el crecimiento del PIB pasó de un discreto 0.26% a más de 4%. No obstante, no sería igual para los siguientes años de la década del 2000 que apenas iniciaba; es decir, esta solución no fue suficiente como para resolver los problemas económicos y estructurales de aquel país, ya que a pesar de bajar la inflación, el desempleo tenía tasas altas y el panorama económico internacional no era el más optimista, lo que empezó a generar nuevamente en los inversionistas extranjeros desconfianza (Bogdanski, *et. al.* 2001),

Por ejemplo en 2001, la economía estadounidense se encontraba en recesión y Argentina en plena crisis, lo que causó un efecto contagio a la economía brasileña, como muestra de ello, según García (2007), el riesgo país de Brasil a partir de 2001, se empezó a elevar, alejando la inversión extranjera y como respuesta se decidió aumentar las tasas de interés, creando un shock externo negativo, que impactó en la inflación, sacando a esta de la banda que tenía prevista el BCB (véase tabla 8).

A fines de marzo de 2002, todos los indicadores empeoraron aún más, debido a la especulación, a la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y a la incertidumbre de un nuevo gobierno de izquierda encabezado por el presidente Lula da Silva. Lo que influyó en las expectativas de los inversionistas y produjo un golpe inflacionario en 2002 y 2003 (véase gráfico 9 y tabla 9).

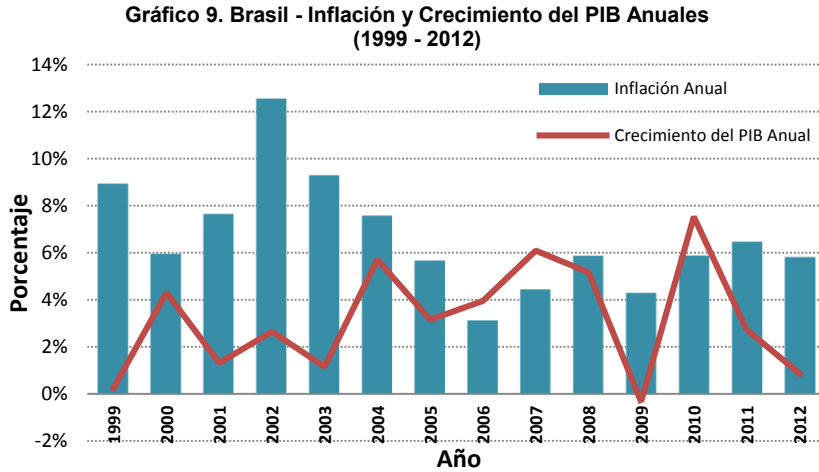


Tabla 9. Brasil Crecimiento del PIB en Brasil. Variación Anual (1999-2012)

Año	Crec. PIB	Inflación
1999	0.26%	8.94%
2000	4.31%	5.97%
2001	1.31%	7.67%
2002	2.66%	12.53%
2003	1.15%	9.30%
2004	5.71%	7.60%
2005	3.16%	5.69%
2006	3.96%	3.14%
2007	6.10%	4.46%
2008	5.17%	5.90%
2009	-0.33%	4.31%
2010	7.53%	5.91%
2011	2.73%	6.50%
2012	0.87%	5.84%

Fuente: Banco Mundial

Fuente: Banco Mundial

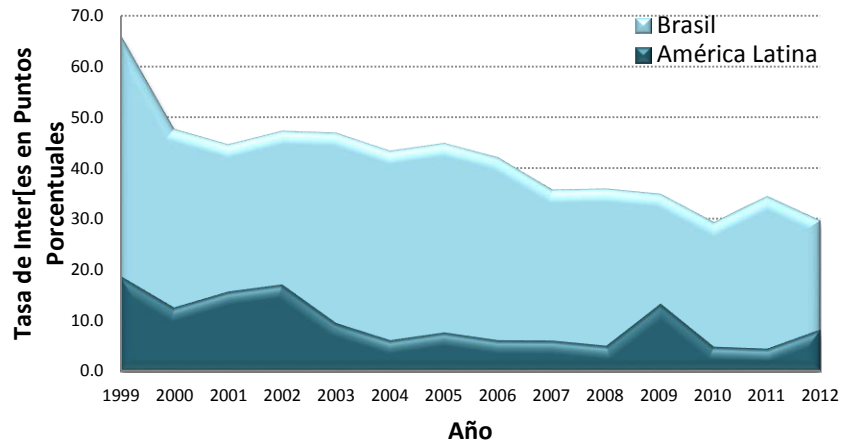
En resumen, en los primeros años de la década del 2000 (2000-2003), a pesar de haber adoptado el Esquema de Objetivos de Inflación la economía brasileña siguió sufriendo de un escaso crecimiento económico y de una inflación volátil –ya que ante cualquier ataque especulativo esta se elevó saliéndose de la meta especificada por el BCB–.

A pesar de ello, el BCB estaba cumpliendo con uno de sus objetivos primordiales y era mantener la inflación en niveles de un solo dígito – hay que recordar que Brasil venía de niveles mucho más altos –, situación que daría el rumbo a seguir para dicho organismo, es decir, mantener altas tasas de interés para tratar de mantener estables los precios.

II.3.3 Baja Inflación y Alta Tasa de Interés ¿Un Costo Aceptable?

En los años de 2004 a 2008, en el gobierno de Luiz Inácio Lula da Silva (2003 – 2010), observamos un mayor dinamismo de la economía brasileña, con una tasa de crecimiento promedio en esos cinco años de 4.82%, mientras que la inflación iba decreciendo gradualmente, alcanzando un nivel mínimo de 3.14% en 2006 (véase tabla 9 y gráfico 9).

Gráfico 10. Brasil - Tasa de Interés Real comparada con América Latina (1999 - 2012)



Fuente: OBELA, con base en datos del Banco Mundial

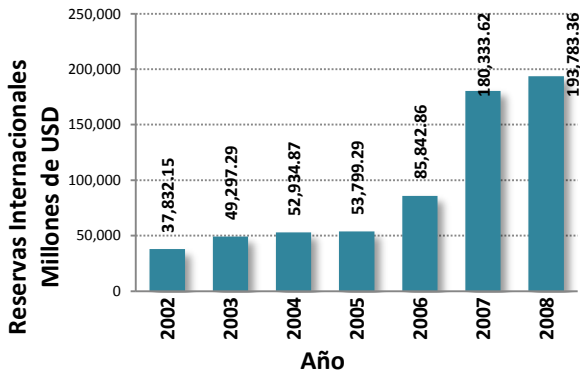
No obstante Lula y el ortodoxo gobernador del BCB Henrique Meirelles, para contener la estabilidad de los precios y disminuir la inflación, optaron por mantener altas tasas de interés real²³ (véase gráfico 10), aplicando al pie de la letra la regla de Taylor²⁴, lo que implicó que fueran más atractivos los bonos e instrumentos gubernamentales para los inversionistas nacionales e internacionales. Por otra parte, en cuanto a política fiscal el gobierno decidió pasar de déficit a superávit presupuestario primario – aún más allá de las recomendaciones del FMI, (Salama 2010) –, de esta manera se disminuirían las presiones inflacionarias, preocupación principal del BCB, lo cual resultó a la perfección, ya que los mercados financieros verían con buenos ojos las medidas adoptadas, por lo que los capitales fluyeron nuevamente a aquel país (véase gráficos 11 y 12), apreciando así al real y provocando un aumento de las reservas internacionales, el superávit comercial aumentó, al igual que el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, asimismo la deuda pública externa disminuyó. De esta forma, las políticas adoptadas por Lula y el Banco Central permitieron frenar el riesgo inflacionario a tal grado que la tasa de inflación disminuyó hasta un 3.14% (2006), el nivel más bajo de la década.

²³ La tasa de interés real, está definida como aquella tasa de interés ajustada según la inflación, es decir, según lo medido por el deflactor del PIB.

²⁴ Hay que recordar que uno de los principales postulados de dicha regla es que los países que han adoptado metas de inflación lo hacen mediante la tasa de interés a corto plazo (nominal), al modificar dicha variable, el Banco Central puede influir sobre la tasa de interés real y esta sobre las variables reales de la economía.

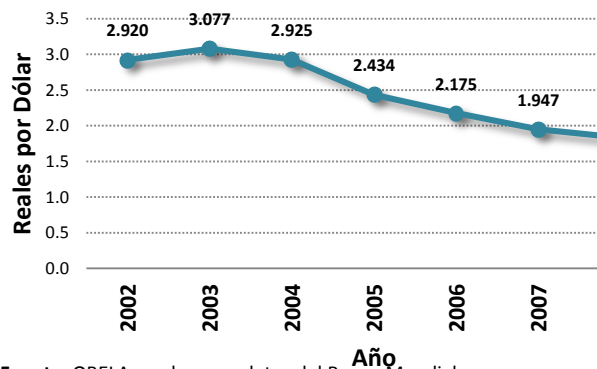
La regla de Taylor es una función que depende de cuatro variables, la tasa de interés real, la tasa de inflación objetivo, la brecha inflacionaria y la brecha del producto.

Gráfico 11. Brasil- Reservas Internacionales (2002 – 2008)



Fuente: OBELA con base en datos del Banco

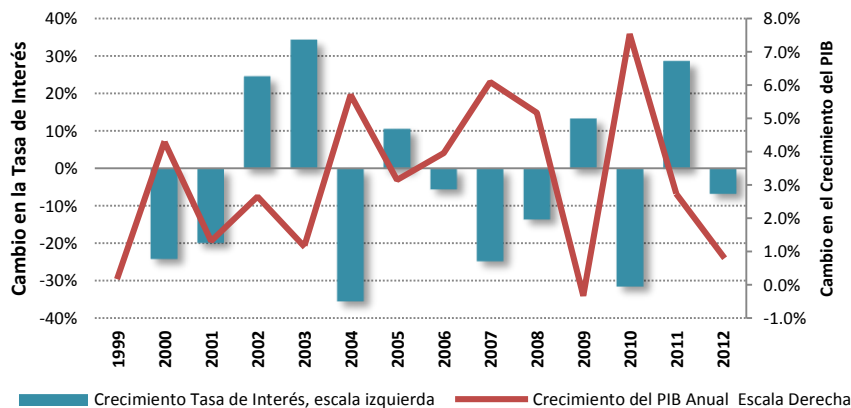
Gráfico 12. Brasil - Tipo de Cambio promedio Reales por USD (2002 - 2008)



Fuente: OBELA con base en datos del Banco Mundial

Sin embargo, el que se controlara la inflación con una elevada tasa de interés – que conllevó a un aumento de las reservas internacionales y a la apreciación del real – implicaba que hubiera un menor dinamismo en la economía, esto es notorio al comparar el comportamiento de la tasa de interés y del crecimiento del PIB, en el gráfico 13 se observa que ante un aumento de la tasa de interés existen disminuciones en el crecimiento del PIB anual brasileño, es decir, cuando la tasa CELIC a un año registraba un aumento con respecto al año anterior, la economía brasileña crecía en una menor proporción a como lo venía haciendo, en cambio cuando la tasa de interés disminuía con respecto a su valor pasado, el crecimiento del PIB era mayor que en su observación anterior. Esto nos permite observar que la política monetaria restrictiva de Brasil dejaba de lado los impactos en el crecimiento para mantener estable la inflación, ya que los aumentos en la tasa de interés estabilizan las presiones inflacionarias pero contraen la actividad económica.

Gráfico 13. Brasil - Crecimiento de la Tasa de Interés y Crecimiento del PIB Anuales. (1999 - 2012)

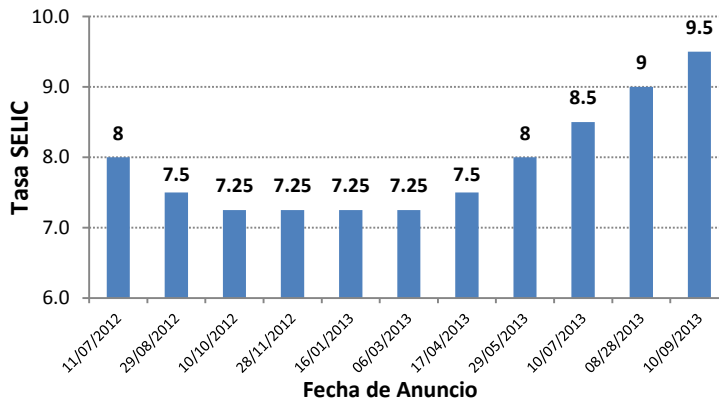


Fuente: Banco Mundial

II.3.4 2010, Inflación Baja a Costa de Todo, Inclusive del Crecimiento Económico.

Ya en la década de 2010, la política monetaria de Brasil se hizo más restrictiva, a tal grado que el gobierno de aquel país, mediante su ministro de Hacienda Guido Mantega, ha declarado en diversas ocasiones que el gobierno se empeñará en mantener la inflación bajo control, “a pesar de que eso signifique reducir la tasa de crecimiento”, es decir, el Gobierno encabezado por la presidenta Dilma Rousseff no permitirá que la inflación se salga de control, argumentando que “un alza en los precios es lo peor que existe para Brasil” (Mantega 2013), como muestra de ello, están las constantes aumentos a las tasas de interés de referencia que ha hecho el Banco Central de Brasil, a partir de 2012 (véase gráfico 14).

Gráfico 14. Brasil – Evolución de la Tasa de Interés de Referencia SELIC (2012 - 2013)



Fuente: Banco Central de Brasil

Este tipo de políticas han derivado en contracciones a la tasa de crecimiento de la economía, ya que se ha dejado de lado el crecimiento económico para mantener estables los precios y esto se ve justo en las cifras que se presentaron del Banco Mundial, el cual estima que Brasil ha presentado un crecimiento económico decreciente, por ejemplo en 2010 su PIB aumentó un 7.5%, mientras que en 2011 el aumento fue de 2.7 % y en 2012 apenas de 0.9 %, mientras que su inflación ha sido de 5.0%, 6,6% y 5.4% para cada año respectivamente (véase gráfico 9 y tabla 6), es decir, la inflación se ha estabilizado y ha estado dentro de los objetivos planteados por el BCB (véase tabla 6) pero a costa de un estancamiento de la economía.

Por otra parte, según la CEPAL (2012), después del pronunciado crecimiento económico de Brasil en 2011, dicha economía se desaceleró notoriamente sobre todo en el sector industrial, aumentando solamente un 1.6% la actividad industrial en dicho año, la industria

manufacturera se estancó con un 0.1%, mientras que, por el lado de la demanda, esta se contuvo ya que el indicador del consumo apenas aumentó 1.6%, esto debido a las medidas de política implementadas por las autoridades con el objeto de mantener la tasa de inflación dentro de las metas establecidas, así como a la incertidumbre del escenario externo y a la evolución de la tasa de interés ya citada, que repercutieron en restricciones de la capacidad productiva nacional.

Como ya se ha visto, dichas declaraciones y estadísticas nos lleva a concluir que, el Banco Central de Brasil, preferirá mantener estable el nivel de inflación mediante altas tasas de interés, a pesar de que ello signifique un crecimiento discreto de la economía, lo que conlleva una escasa actividad económica, así como una disminuida generación de inversión directa.

II.3.5 Conclusiones del Caso Brasileño

El esquema implementado resultó a Brasil de gran ayuda para bajar de hiperinflación a una inflación estable y considerablemente mucho menor a la presentada en la década de 1990; el que Brasil tuviera altos niveles de inflación trajo consigo incertidumbre en el sector financiero y una reducción en la entrada de inversión extranjera directa a aquel país. Situación por la cual, a partir de 1999, la política monetaria de Brasil se tornó restrictiva y se fijó como un único objetivo la estabilidad de precios, con el fin de dar muestras de estabilidad financiera en el país.

Es solamente en los primeros años de la década de 2000, después de la adopción del Esquema, cuando vemos que se pudo combinar un alto – y sostenido – crecimiento económico con una inflación estable. Sin embargo se observa que, a diferencia de México, la inflación anual en cinco ocasiones ha sobrepasado los límites superiores permitidos por el Banco Central de Brasil, esto debido a una serie de acontecimientos nacionales e internacionales que desembocaron en ligeras presiones inflacionarias que le permitieron a dicha economía presentar tasas de crecimiento económico más altas que las de la región.

A pesar de dicho crecimiento, en los primeros años del presente decenio, a las autoridades brasileñas parece importarles más el abatimiento de la inflación que el crecimiento económico, tal es el caso que el Banco Central de Brasil ha tenido que implementar altas tasas de interés, lo que tiene una relación inversa con el crecimiento del PIB y por tanto efectos negativos sobre este.

II.4 Argentina, cambio de paradigma en América Latina

La política monetaria tiene un rol que cumplir en la esfera del desarrollo económico y en tal sentido, debe contribuir al equilibrio de las variables macroeconómicas para garantizar una trayectoria de crecimiento sostenible. Políticas monetarias contractivas o fuertes apreciaciones cambiarias nominales no resuelven las causas primigenias de los fenómenos inflacionarios en países en desarrollo [...]. En un contexto en el cual las presiones inflacionarias son mayoritariamente causadas por la concurrencia de los factores previamente mencionados y no por los excesos de demanda, las soluciones ortodoxas resultan insatisfactorias. (Argentina, 2013)

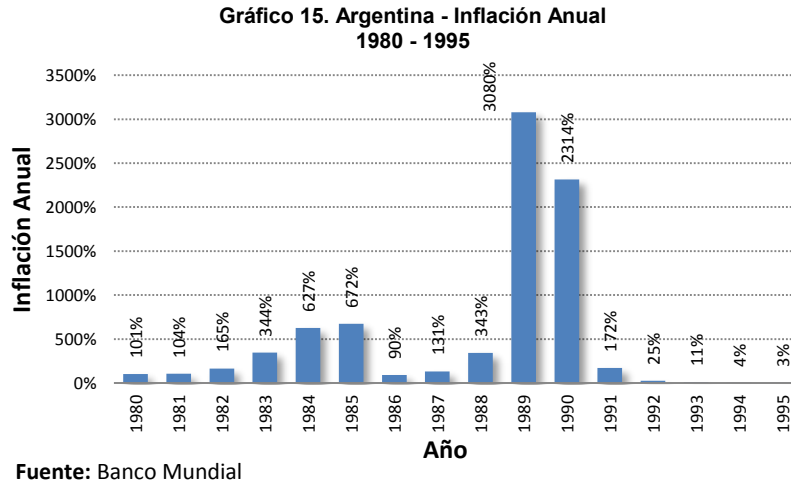
Un caso en Latinoamérica que rompe con el esquema que ha presentado la mayoría de los bancos centrales de la región es el de Argentina cuyo Banco Central (BCRA) estaba concebido con un único papel de instrumentos mínimos enfocados a la estabilidad; no obstante en 2012 se modificó para ser un banco central con objetivos múltiples que funcionan en conjunto con la demás política económica, con el fin de lograr un mayor desarrollo económico y una mayor generación de empleos, dejando de lado la estabilidad cambiaria y la consecuente sobrevaluación de su moneda local.

Antes de pasar a la descripción del modelo argentino, es pertinente repasar los antecedentes de la política monetaria y las consecuencias que tuvo la implementación del Consejo Monetario en aquel país.

II.4.1 Antecedentes, el Consejo Monetario, reducción de la inflación a costa de la estabilidad económica

Al igual que Brasil y buena parte de los países latinoamericanos, Argentina en la década de 1980 e inicios de la de 1990 presentó un panorama desalentador ya que su inflación alcanzó niveles inflacionarios de cuatro dígitos y crecimiento económico inestable²⁵, razón por la cual la preocupación del gobierno de aquel país se centró en el abatimiento del alza de los precios y afrontar la crisis de deuda externa que se presentaba en la mayoría de los países de América Latina.

²⁵ A dicho período se le conoció en el subcontinente como “la Década Perdida”, debido – entre otras causas– a las condiciones macroeconómicas descritas.



Uno de los primeros pasos para conseguir estabilidad económica y, sobre todo, de precios fue mediante políticas de estabilización ortodoxas que conducían a la dolarización de la economía mediante la instauración del *Consejo Monetario* – lo que conllevó que Argentina perdiera su soberanía monetaria y fijara la paridad cambiaria en un peso por dólar estadounidense–, dicho Consejo proponía un Plan de Convertibilidad de la divisa local con el dólar estadounidense²⁶.

Además de lo anterior, negoció con el FMI cinco acuerdos *stand-by* y de extensión a cambio de reformas estructurales en los ámbitos fiscal, laboral, de pensiones, bancario y financiero; por otra parte, se inició el proceso de apertura al comercio exterior y la privatización de empresas estatales así como la disminución del gasto público (Girón, 2009).

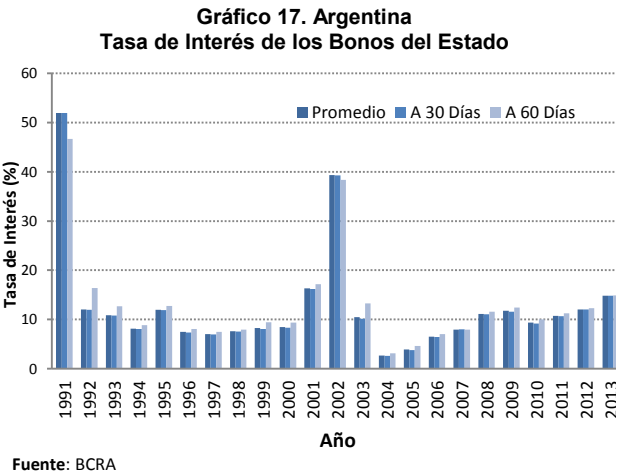
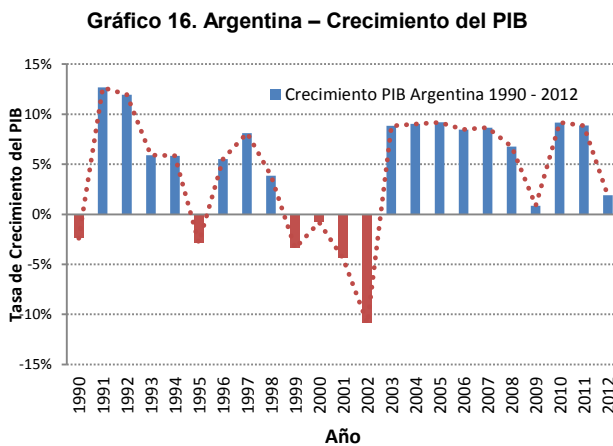
En cuanto a la política monetaria, el mandato del BCRA sería reformado en 1992 bajo las premisas de la teoría monetaria ortodoxa – vistas en el primer capítulo–, es decir, ejercería sus operaciones con independencia funcional del gobierno, separando la política monetaria de otras decisiones de política económica, asimismo se confirió al banco central independencia política y autonomía de gestión para que las decisiones tomadas no fueran afectadas por el entorno político del país, como lo señalado por Barro y Gordon (1983), Calvo, (1978 y 1988) y Rogoff (1985); así el artículo 3 de la nueva Carta Orgánica promulgada en 1992 señalaba que “...la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera el BCRA no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder

²⁶ Dicho Plan de Convertibilidad consistió en la promulgación de la “Ley de Convertibilidad del Austral” (Ley 23928), donde se especificaba que a partir de 1991 el Austral (sustituido un año después por el Peso Argentino a razón de 1 x 10,000), tendría una paridad cambiaria fija con el dólar de 1 USD x 10,000 Australes (con la sustitución del Austral por el Peso, la relación sería “uno a uno”. Asimismo, esta ley obligaba al BCRA a respaldar con las reservas el dinero en circulación, convirtiéndose así el Banco Central en una caja de conversión en la que los argentinos podían cambiar la moneda local por la divisa estadounidense.

Ejecutivo Nacional...”. En cuanto a sus nuevos objetivos, el BCRA tenía como misión primaria y fundamental el preservar el valor de la moneda (Argentina, 1992), adoptando así las recomendaciones hechas por el NCM.

Este nuevo modelo cumplió con su objetivo inicial que era reducir la inflación y estabilizar la economía argentina; no obstante, a mediano plazo, conllevaría altos costos económicos y sociales y esta década sería llamada de ilusión monetaria, donde se agudizó la dependencia por los capitales externos que entraban a las economías latinoamericanas, entre ellas la argentina, debido a las operaciones de privatización, apertura comercial, apertura financiera, etc.

Entonces en las décadas de 1990 y 2000 Argentina contaba con una política monetaria restrictiva similar a las vistas en Brasil y México, que funcionó en los primeros años para abatir la inflación, ya que en el lapso de 1990 a 1994 pasó de un 2,300% anual a un 4% y se mantuvo estable hasta 2002 (véase gráfico 15); no obstante, durante los años en que fue implantado dicho esquema la inestabilidad económica se hizo presente en aquel país. Esto producto de las elevadas tasas de interés para contrarrestar la inflación que, como ya se ha mencionado, afectan a la economía en su sector real (véanse gráficos 16 y 17), lo cual derivó en que en este período hubiera seis años con crecimiento negativo del PIB.



II.4.2 La crisis de 2000 y 2001, el Precio de la Estabilidad de Precios.

Después de las crisis de México y de Brasil, el entorno económico internacional se volvió desfavorable para las economías emergentes y sobre todo para las de Latinoamérica, como ejemplo más sobresaliente de esta inestabilidad económica tenemos la crisis Argentina de

inicios de la década de 2000 donde, a pesar de haber adoptado las políticas macroeconómicas recomendadas por los organismos multilaterales, la economía argentina era víctima de la desconfianza e incertidumbres generados por el entorno mundial. Pues bien, dicha desconfianza se vio reflejada en 2000 y 2001 con un alto flujo de salidas de depósitos y de reservas del Banco Central, denominados como “corrida bancaria” en la cual el público retiraba sus depósitos bancarios y los convertía en dólares fuera del sistema bancario (Argentina, 2002).

Ante esta inminente fuga de capitales, en 2001 el gobierno argentino declaró “suspensión de pagos” a sus principales acreedores e impuso un control de cambios y el llamado “corralito”, que no era más que la restricción de la disposición de dinero en efectivo para los cuentahabientes, aunado a esto adoptó una serie de medidas recomendadas por el FMI como la ley de déficit cero, reducción de aranceles, etc.; no obstante, estas medidas no fueron suficientes para aliviar las presiones cambiarias e impedir el abandono del régimen cambiario del país.

Esto debido a que la relación cambiaria peso/dólar de uno a uno, se había deteriorado lo suficiente y era insostenible seguir manteniéndolo, como lo había buscado el Consejo Monetario y el Banco Central, como consecuencia de lo anterior la economía argentina había abandonado la convertibilidad del peso con respeto al dólar y se había decidido un “default” parcial de su deuda (Argentina, 2002).

Con ello la productividad de la economía se estancó, lo que llevó a una disminución de las ganancias de las inversiones tanto directas como de cartera, situación por la cual comenzó a gestarse una salida de capitales que terminó en un déficit estructural.

Pues bien, Argentina se encontraba en un escenario de recesión, baja recaudación, aumento de las tasas de interés, aumento del pago del servicio de la deuda, consecuentemente cayó en “default” y en una reducción del crédito, todo debido en parte a una búsqueda de un déficit nulo, de estabilidad de precios y de un tipo de cambio fijo, que era cada vez más insostenible.

Como respuesta inicial en 2002, se optó por un tipo de cambio administrado, es decir, se pasó de la paridad fija del dólar y el peso argentino a un dólar valuado en 1.40 pesos para operaciones oficiales y para otro tipo de operaciones se decidió usar un tipo de cambio libre y flotante.

El Consejo Monetario, cumplió con algunos de sus propósitos – acabar con la hiperinflación, estabilizar la moneda y erradicar las devaluaciones –, no obstante, quedaron pendientes aún los problemas de estructura productiva, esto debido a la gran dependencia del sector externo y de la entrada de capitales financieros para sostener la paridad uno a uno. Las presiones en contra del peso argentino hacía insostenible dicha paridad y también el funcionamiento del Consejo Monetario, el que se mantuvo pocos meses después de la crisis gracias a la intervención del FMI.

Según la Central de Trabajadores Argentinos (2003) la crisis es atribuida al fracaso del Consejo Monetario al hecho de que la relación reservas internacionales/PIB fue cercana al 10%, mientras que el de economías como la de EE.UU y las europeas rondan de un 2% al 5%.

Siguiendo esta línea, la Central afirma que ligar por completo una moneda débil con una hegemónica, solo puede terminar en fracaso, ya que la “dolarización” – directa o indirecta – de las economías latinoamericanas, determinan el abandono de sus propias monedas, relegando al Estado de la política monetaria; con lo que sigue latente la posibilidad de una crisis financiera – como la vista en 2001 –, esto debido a que al forzar a la moneda local a estar sobrevaluada, se ocasiona una disminución de las exportaciones lo que afecta la actividad económica, provocando períodos de baja productividad, y disminuciones en el PIB. Además de que el tipo de cambio se encuentra presionado y para sostenerlo se necesita de una mayor entrada de divisas a la economía.

II.4.3 Indicadores posteriores a la crisis

Después de la crisis de 2001, y el consecuente abandono de la convertibilidad, la devaluación de la moneda y un nuevo régimen cambiario de libre flotación –lo que permitió flexibilizar parcialmente la política monetaria y fiscal de aquel país– Argentina ha experimentado tasas de crecimiento superiores al 5%, durante 8 de los últimos 10 años; no obstante, diversos estudios (Cetrángolo y Heymann 2007) consideran que dichas tasas de crecimiento se dan como un proceso de estabilización posterior a la crisis; aunado a que con la depreciación del peso argentino aumentaron las exportaciones de aquel país y, por ende aumentó su apertura comercial (*véase gráfico 18*), por lo que el contexto internacional ha sido favorable para la economía argentina, además de que durante dicho periodo en el entorno internacional, hubo bajas tasas de interés y aumentos de los precios de los bienes exportados por Argentina. Es decir, la estabilidad y crecimiento presentados durante el

período posterior a la crisis, se deben a un reajuste *postcrisis*, y a una mejora en los términos de intercambio de Argentina con sus socios comerciales²⁷.



Pues bien, después de la crisis y de la devaluación del peso argentino con respecto al dólar vemos una economía argentina que presentó altas tasas de crecimiento – en promedio 8%–, con una formación bruta de capital fijo ascendente – en 2001 era el 11,3% y en 2010 llega al 22,8% del PIB –, con un desempleo bajo – en 2011 alcanzó 6.7% – y un alza generalizada de los salarios a nivel general. No obstante, el BCRA y la política monetaria que ejercía desde 1992 tenían un papel esencialmente pasivo en el desarrollo económico del país y en la respuesta a los efectos de la crisis (Beltrani y Cuattromo, 2011).

Ante este panorama el gobierno argentino decidió en 2012 tener un banco central que estimulara y complementara dicho crecimiento mediante la generación de crédito y la regulación de la especulación financiera, para así impulsar la economía no solo mediante el buen momento que pasaban las exportaciones argentinas, sino complementarlo mediante la política monetaria de aquel país y así conseguir una mayor independencia de los mercados internacionales.

II.4.4 Un nuevo esquema, recuperación de la soberanía monetaria.

Así es como en marzo de 2012 el Congreso de la Nación Argentina aprobó la nueva Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina, la cual rompía con el paradigma impuesto a dicho banco en la década de 1990, y reestableció la concepción de mandato múltiple que articula la estabilidad monetaria y financiera con la esfera real y productiva de la economía (Argentina, 2012a).

²⁷ Ejemplo de ello es el petróleo, commodity que incrementó su participación en las exportaciones totales de aquel país y presentó una tendencia alcista en sus precios internacionales.

El punto fundamental en la nueva Carta Orgánica se encuentra en su artículo 3°, el cual dicta un mandato múltiple para el BCRA, en el que no sólo se promueve la estabilidad monetaria y del sistema financiero, sino que también se procura el pleno empleo de los recursos y el desarrollo de la economía con equidad social. Según Marcó del Pont (Argentina, 2012b), en la nueva normativa regulatoria del BCRA se recuperan los objetivos que habían sido mandato de dicho banco, desde su fundación hasta el año de 1992.

El artículo 3° de dicha Carta Orgánica dicta que “...el banco [central] tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, **el empleo y el desarrollo económico con equidad social...**” (Argentina, 2012a, énfasis propio) con lo que dicho organismo es capaz de crear nuevos instrumentos y políticas de instrumentación monetaria, con el fin de alcanzar objetivos económicos a mediano plazo.

Para ello el Banco Central de la República Argentina concibe teóricamente al dinero como un ente endógeno, es decir, rechaza la interpretación de la oferta monetaria como una variable exógena, y reconoce al dinero como parte del proceso capitalista, es decir, la oferta monetaria pasa a ser endógena ya que está conducida por el crédito y se encuentra determinada por su demanda – “*credit driven y demand determined*” –. Dicho en otras palabras, las variables monetarias están en función de las variables reales, y no solo del dinero que existe en circulación; la oferta de dinero estará determinada por la demanda, la cual dependerá de la actividad económica y a su vez ésta en su conjunto necesitará del crédito para reproducirse y crecer (Nadal, 2013).

Bajo dicha concepción, el BCRA buscará estimular con el sistema financiero una expansión del crédito, e instrumentará aumentos de la oferta monetaria acordes con dicho aumento del crédito para el sector privado –en especial aquel destinado al financiamiento de la actividad productiva–, buscará también financiar al estado y mantener la estabilización de los precios, esto mediante la esterilización de la economía con instrumentos de regulación monetaria como las Letras y Notas del Banco Central, – LEBAC y NOBAC respectivamente –, operaciones de pases²⁸, encajes y otros. Con lo que el Banco Central de aquel país toma un papel importante en el canal del crédito.

²⁸ Las operaciones de pase facilitan la regulación de la oferta monetaria por parte del BCRA, el “pase activo” expande la cantidad de dinero en la economía, esto mediante la compra de los activos del BC que tengan los particulares, generando así una expansión del circulante, mediante la inyección de fondos en el sistema financiero. Por otra parte, el “pase pasivo” es en dirección contraria, es decir, se retira liquidez de la economía con la emisión o venta de activos al público.

Gracias a este nuevo tipo de políticas al Banco Central de la República Argentina se le dio un mayor campo de acción al extender la articulación de sus objetivos convencionales – metas de inflación – con otras funciones, tales como estabilidad financiera, crecimiento económico y generación de empleo. De este modo el BCRA tiene la facultad de hacer que el sistema financiero esté al servicio de la evolución y el crecimiento de la economía real y que el crédito esté disponible y sea incluyente, en condiciones razonables, para las actividades e inversiones productivas, y para las empresas de cualquier tamaño y localización geográfica (Argentina, 2012b).

Por otra parte, la nueva legislación del BCRA le permite generar un canal adicional de financiamiento al Estado equivalente al 10% de sus ingresos en efectivo, volviendo a su papel de prestamista y ente financiador del gobierno, lo cual implica una ventaja ya que el gobierno recurre a déficit pero con soberanía de su moneda. Asimismo, la República Argentina al abandonar el tipo de cambio fijo hace que se desvincule la relación fija entre base monetaria y reservas internacionales. Por lo que dejaría de ser un objetivo fundamental el tener una alta acumulación de reservas, las cuales son usadas generalmente para contener presiones cambiarias, lo que da pie a que la política fiscal y monetaria se flexibilicen y actúen a favor del crecimiento económico.

II.4.5 ¿Cuáles son los planes del BCRA?

Evidentemente, como un Banco Central, el de la República Argentina tendrá dentro de sus mandatos la estabilidad monetaria, no obstante dicha estabilidad al no ser su único objetivo primordial, ya no puede ser entendida en forma aislada sino que debe ser abordada como el producto de ciertas condiciones macroeconómicas; es decir, no se podría entender sin los restantes objetivos del mandato (véase esquema 1), y por lo tanto no debe implicar que su consecución perjudique dichos objetivos, es decir, la estabilidad monetaria no deberá deteriorar ni al empleo, ni al desarrollo con equidad ni a la estabilidad financiera y monetaria.

Esquema 1. Objetivos del BCRA a partir de la reforma a la Carta Orgánica 2012



Fuente: Elaboración propia con base en Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina. Ley Nº 26.739, sesionada el 22 de marzo de 2012. (Argentina, 2012a)

Para el BCRA, la adecuada creación del empleo es una preocupación que va más allá de lograr una ocupación plena de la fuerza de trabajo disponible, sino que esta debe ser constante y estable, es decir se deben preservar los niveles de empleo una vez alcanzados.

Lo anterior está ligado a la equidad e inclusión, ya que el BCRA propone que sus políticas deberán apuntar a consolidar la creación de empleo de mejor calidad para aumentar la equidad; este organismo adopta como objetivo un desarrollo con equidad social, de tal manera que los resultados logrados en cuanto al crecimiento económico, producción y aumento de los ingresos deben ser incluyentes y benéficos para gran parte de la sociedad (Argentina, 2013).

Asimismo la autoridad monetaria se inclina por la universalización y democratización del acceso a los servicios financieros y bancarios, promoviendo la competencia bancaria, con el fin último de conseguir una mayor cobertura crediticia y menores costos para los consumidores, y así fortalecer el mercado interno y brindar soporte al crecimiento; entre los planes propuestos por el BCRA, para lograr un mayor dinamismo económico buscará que el sistema bancario llegue con los montos necesarios de crédito al sector real y no concentre su actividad exclusivamente en colocaciones y transacciones dentro del sector financiero y especulativo, el cual no tiene un impacto preponderante en el sector real de la economía.

Por otra parte, el BCRA reconoce la importancia de la estabilidad del tipo de cambio, el cual es un factor de relativa importancia para lograr la estabilización de la moneda, situación por la cual tiene el objetivo de reducir la volatilidad cambiaria, con el fin de tener una mayor previsibilidad en cuanto a las fluctuaciones del Tipo de Cambio y así reducir la probabilidad de crisis financieras. Esto mediante la instrumentación de regulaciones del mercado de cambios, tales como el encaje a los flujos de corto plazo y normas regulatorias para la adquisición de moneda extranjera con fines de atesoramiento –contrario a lo implementado por otros bancos centrales que elevan las tasas de interés para regular la entrada de divisas–.

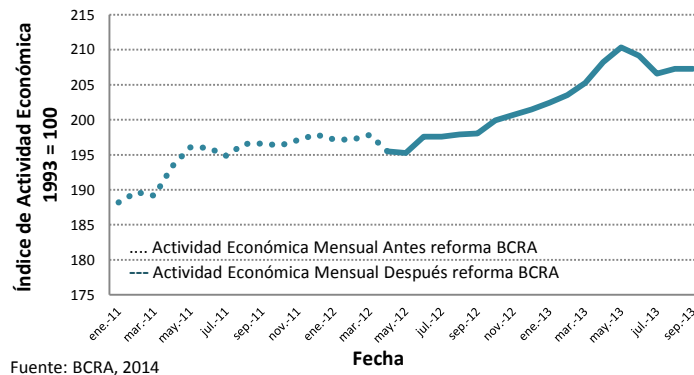
Según el BCRA (2013) la estabilidad monetaria y financiera solo se logrará mediante un marco regulatorio y de supervisión al Sistema Financiero, que incentive a canalizar el ahorro nacional hacia el financiamiento integral de la economía “evitando la acumulación de riesgos sistémicos que puedan generar o propagar situaciones de tensión”, es decir, mediante dicha supervisión y regulación se buscará que el sistema bancario desarrolle sus funciones de intermediación de manera eficiente.

Del mismo modo, también el BCRA tiene el objetivo de minimizar las fluctuaciones cíclicas del funcionamiento de las economías, para así en caso de crisis, los efectos de estas sean menos perniciosos, con lo que busca atenuar el ciclo del crecimiento económico.

II.4.6 Primeros Resultados

Si bien es poco el tiempo para ver cambios significativos en la economía Argentina - 18 meses -, después de la adopción de nuevos objetivos del BCRA encontramos resultados interesantes en cuanto a la actividad económica, sus proyecciones, el tipo de cambio real y las reservas internacionales. En lo referente crecimiento económico, se espera que este sea impulsado por el consumo privado y el repunte del gasto de capital, luego de la disminución que este último registró en 2012; la tasa de inversión se mantendría en torno al 23% del PIB (BCRA, 2014). Es igual de importante recalcar que la actividad económica de aquel país el cual se ha incrementado y esto debido al impulso que da el BCRA a la generación de empleos y a la ministración de créditos para la inversión; el indicador mensual de la actividad económica se mantuvo estancado en el segundo semestre de 2011 y el primero de 2012, pero a partir de dicha reforma se observó un mayor dinamismo (*véase gráfico 19*).

Gráfico 19. Argentina - Estimador Mensual de Actividad Económica (Ene 2011 - Sep 2013)

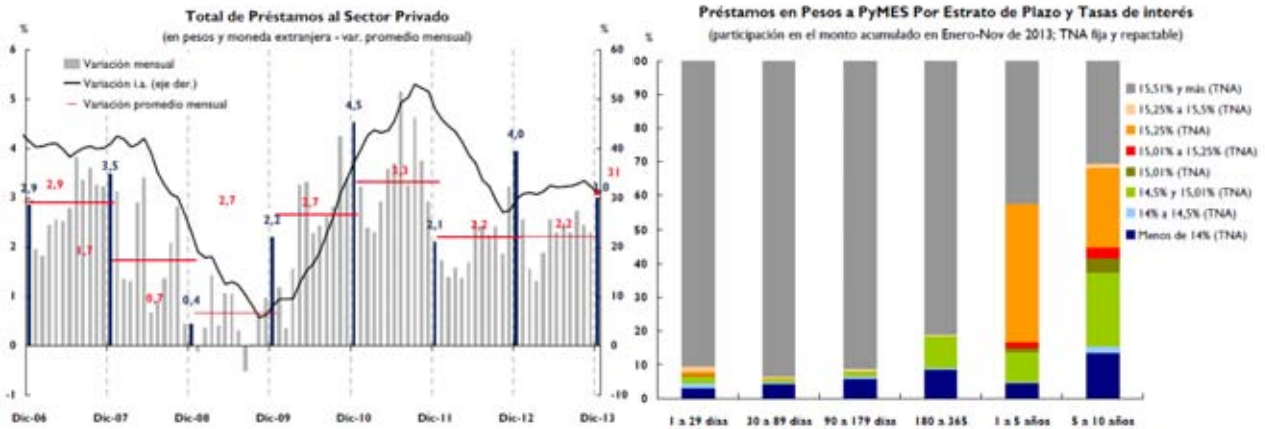


Fuente: BCRA, 2014

En cuanto al crédito – uno de los nuevos mandatos del BCRA –, la facultad de regularlo y orientarlo se ha convertido en una herramienta importante para vigorizar el proceso de inversión, y fortalecer el mercado interno. Por ello el BCRA se ha focalizado en accionar el crédito productivo, de largo plazo y con especial atención a las MIPYMES²⁹, muestra de ello es que un año después de las modificaciones a la carta orgánica, se pusieron en marcha créditos por 45,000 millones de pesos argentinos, de los cuales 58% fueron asignados a MIPYMES, calculándose para diciembre de 2013 un monto total de crédito por 55,000 millones, lo cual provocaría que el sector crediticio mantuviera un alto dinamismo, cerrando el 2013 con un crecimiento cercano al 30% (véase esquema 2). Finalmente, bajo el esquema impulsado por el BCRA, en 2013 los créditos a MIPYMES abarcaron el 40% del total de créditos otorgados al sector empresarial, contra un 27% en 2012, los cuales han sido de mayor plazo y con tasas de interés más baratas (BCRA, 2014).

²⁹ Posterior a los cambios de su carta orgánica el BCRA estableció la “Línea de Créditos para la Inversión Productiva” que dispuso que las 20 entidades financieras más grandes del sistema así como los agentes financieros del Estado debían destinar, como mínimo, una suma equivalente al 5% de los depósitos del sector privado a financiar la compra de bienes de capital o la construcción de instalaciones productivas. Monto del cual se dispuso que la mitad debía ser otorgado a MiPyMES

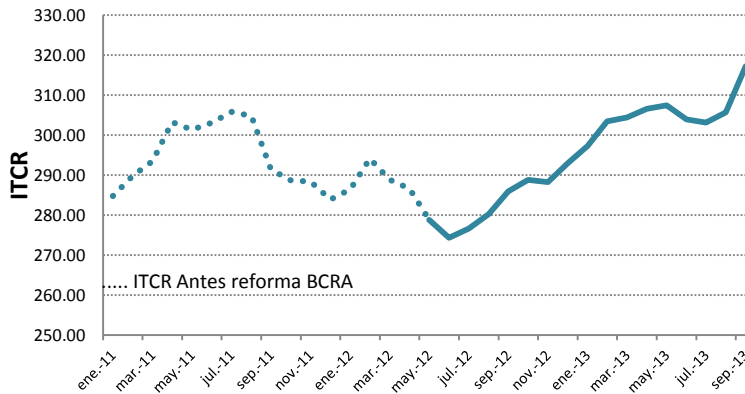
Esquema 2. Argentina - Evolución del Crédito al Sector Privado



Fuente: BCRA, 2014

En cuanto al tipo de cambio real, se encontró que existe una evolución alcista de dicho indicador en Argentina³⁰, lo que nos indica que el BCRA, no interviene directamente en mantener los niveles de la paridad cambiaria – un ejemplo es la devaluación de 2014 –, sino que ha dejado flotar al peso argentino con respecto a las demás monedas con las que tiene un mayor intercambio comercial, mediante un régimen de flotación administrada distinto al del Consejo Monetario visto en el apartado anterior (véase gráfico 20).

Gráfico 20. Argentina - Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCR) (Ene 11 - Sep 13)

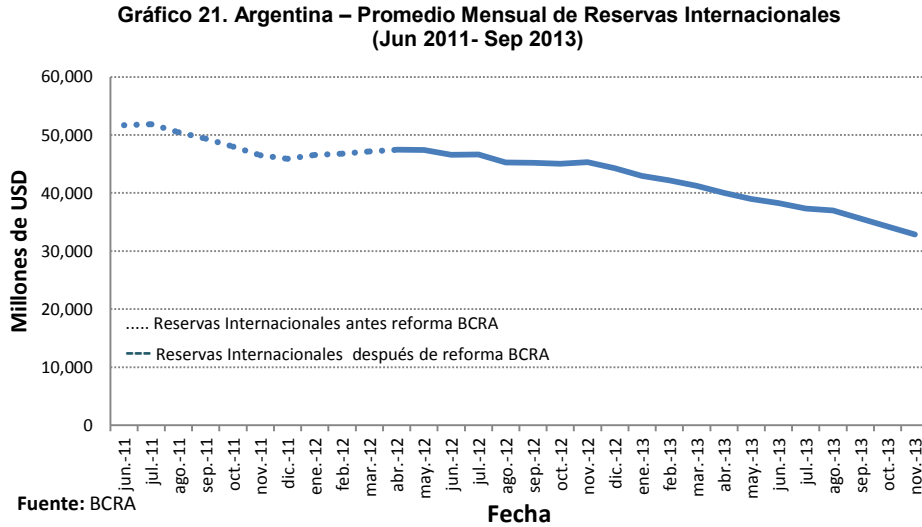


Fuente: BCRA

Esto a la vez se ve reflejado en el volumen de reservas internacionales (véase gráfico 21), ya que –al contrario que el caso mexicano– al no ejercer presiones sobre el tipo de cambio el BCRA no necesita de una sobreacumulación de reservas para poder intervenir en la

³⁰ En este índice, un aumento indica una depreciación, – las exportaciones son más competitivas –, mientras que una disminución indica una apreciación del mismo, haciendo menos competitivas las exportaciones. En el siguiente capítulo se aborda con más profundidad dicho tema.

determinación del tipo de cambio, lo cual se vio en enero de 2014, (se profundiza el tema en la sección siguiente); por otra parte, el gobierno argentino ha adoptado una política de desendeudamiento externo comprando los bonos en manos de extranjeros y pagando los préstamos principalmente del FMI mediante el uso de dichas reservas internacionales (BCRA, 2014).



II.4.7 2014, ¿Año de Ajustes, Ataques Especulativos o Preludio de una Crisis?

Pocos meses antes de concluir el presente trabajo de investigación, en enero de 2014, el entorno financiero argentino se volvía noticia debido a las fuertes presiones cambiarias contra el peso argentino, el cual terminó por ceder y de 6.89 pesos por dólar el miércoles 22 de enero pasó a cotizarse a 8.40 pesos por dólar al día siguiente, hasta que intervino el BCRA – el miércoles no había querido intervenir³¹ (CADTM, 2014; Peregil, 2014) –, vendiendo cien millones de dólares procedentes de sus reservas para evitar que continuara depreciándose el peso y bajar la cotización a 7.75 pesos por dólar.

El BCRA ha trabajado con un régimen de flotación administrada desde 2003 (pequeñas devaluaciones diarias) y ante la depreciación de inicios de 2014 decidió una actuación discreta, esto debido en gran medida a que el BCRA ya no posee el compromiso de mantener paridad cambiaria alguna –como con el consejo monetario–, y también por el bajo grado de dolarización del sistema financiero (BCRA, 2014).

³¹ Según Estrella (2014) un motivo de la decisión del BCRA de no seguir sosteniendo se dio en parte por un tema “psicológico”, ya que siendo Argentina un país tan apegado a lo simbólico, el Gobierno no podía Permitir una caída de las reservas internacionales por debajo de la barrera de los 30.000 millones de dólares.

Por otra parte, según el BCRA (2014) a lo largo del tiempo, el tipo de cambio nominal ha evolucionado en función de diferentes coyunturas en las que en algunas se permitió una mayor depreciación del peso argentino, como la de inicios de 2014, mientras que en otras se requirió moderar la dinámica, incluso propiciando su apreciación. Según el organismo central, si bien no se deja flotar libremente el tipo de cambio, el trabajar mediante una flotación administrada genera un marco que estimula el ahorro, el crédito y la inversión.

No obstante diversos autores (Gaggero, Rua y Gaggero, 2013; y Steinberg, 2014) argumentan que el peso argentino se encuentra sobrevaluado, situación que fomenta un mercado paralelo de dólares “dólar blue”, lo que provocaría que a pesar del “bajo grado de dolarización” de la economía argentina la presión contra el tipo de cambio en enero de 2014 provocara la depreciación de casi el 20% del peso argentino contra el dólar.

Es decir, en gran parte la depreciación de inicios de 2014 fue provocada por las presiones contra el peso argentino que estaba –y aún está– fuertemente apreciado con respecto al dólar. Si bien el régimen de flotación administrada brinda la flexibilidad necesaria para amortiguar shocks de diversa naturaleza, hasta antes de su reforma, el BCRA se habría decantado por mantener apreciado el peso.

Desde 2007 hasta hoy ha habido una fuerte apreciación –en términos reales– del peso³² (Estrella, 2014 y Steinberg, 2014) y aún existe un mercado paralelo de dólares por lo que de seguir con dicha tendencia, el peso argentino se enfrentaría a futuras depreciaciones imprevistas y a presiones especulativas y financieras que agudizarían el problema. Si bien el Banco Central continuará interviniendo en el mercado cambiario de acuerdo con las necesidades del contexto macroeconómico (BCRA, 2014), se consideraría necesario que opte por reducir el diferencial entre el tipo de cambio nominal con respecto al real.

Ahora, es importante señalar que desde mediados de la década del 2000, Argentina ha iniciado con un proceso de desendeudamiento externo, que desde su inicio hasta 2014, ha implicado cerca de 43,000 millones de dólares provenientes de las reservas internacionales y que ha provocado que el BCRA no interviniera directamente en enero de este año para mantener su tipo de cambio.

³² En el periodo 2007 - 2011 los precios subieron un 124%, mientras que el dólar lo hizo un 32% (Estrella, 2014), en el siguiente capítulo se verá como calcular la apreciación del tipo de cambio y la influencia de la inflación sobre este.

II.4.8 Conclusiones del caso argentino

Ante el creciente número de economías que adoptan el esquema de objetivos de inflación, sobre todo latinoamericanas, sale el caso argentino que, atinadamente, Marcos Chávez (2014) calificaría como “insolente” y liberador de la camisa de fuerza neoliberal que obliga únicamente a mantener los precios estables.

El Banco Central de la República Argentina nos muestra que concibe – a diferencia de los bancos centrales que han adoptado la teoría convencional – la estabilidad monetaria en un sentido más amplio y entrelazado con la economía, usando a esta herramienta como un instrumento con el cual la economía puede crecer e incorporar valor agregado, y no como un objetivo aislado y puntual de inflación. Es decir, la política monetaria es un instrumento capaz de hacer que la economía crezca, ampliando la capacidad empleada y por ende aumentando los niveles de empleo y no solo sirve como una válvula estabilizadora de precios.

En este caso el Banco Central de la República Argentina acepta una relación indiscutible entre la estabilidad monetaria y financiera y, a su vez, con lo que sucede en la esfera productiva de la economía, el empleo y la inversión. El BCRA, centra sus objetivos en cinco pilares 1) mantener un tipo de cambio con libre flotación y baja volatilidad y con acumulación de reservas 2) aumentar el monto crediticio, 3) aumentar la inclusión y democratización del acceso a los servicios financieros, 4) financiar al Estado, y 5) continuar con la estabilidad de precios, la cual se dará armoniosamente con los anteriores puntos.

De este modo el gobierno y Banco Central de aquel país plantea una política económica enfatizando la sostenibilidad y la consistencia del régimen macroeconómico –en todas sus variables–, con lo que se evita que alcanzar metas específicas de corto plazo –como la inflación– se dé a expensas de la fortaleza de otras variables del contexto macroeconómico –como el empleo o crecimiento económico–. Aunado a que para el BCRA, no hay otro camino que el desarrollo productivo con inclusión social.

Los primeros resultados – aunque a corto plazo – son evidentes, una mayor generación de crédito para proyectos de inversión (MIPyMES) y una mayor actividad económica, variables que se verán reflejadas en un mayor crecimiento económico; por otra parte el proyecto de desendeudamiento mediante dicha reforma va por buen puerto.

Es cierto que existen presiones hacia el tipo de cambio, situación que se dio a notar a inicios de 2014, y que deberá ser corregida por el BCRA, no obstante, el gobierno argentino dio un paso importante al cambiar su carta orgánica para usar a la política monetaria como instrumento para impulsar el crecimiento económico, que se salió de la regla ortodoxa para implementar un nuevo conjunto de políticas que estimularán el consumo y la inversión para salir del estancamiento económico que implica la política heterodoxa de estabilización de precios.

CAPÍTULO III

Adopción y Hechos Estilizados del Esquema de Objetivos de Inflación en México

Ya con lo visto en los capítulos I y II tenemos un panorama sobre las alternativas existentes para el caso mexicano. Por lo que en este capítulo se abordará de manera más puntual el actuar en los últimos años de la política monetaria en México, abarcando desde cómo fue implementado el Esquema de Objetivos de Inflación hasta un análisis – teórico y empírico – de las herramientas que usa el banco central para lograr la meta anual de inflación. Con dicho análisis se buscará contrastar la teoría empleada por los responsables de política monetaria del Banco de México con las teorías no convencionales que atribuyen parte del estancamiento económico del país a dicha política, debido a que tiene más efectos regresivos que positivos en la actividad económica.

En cuanto a la implementación del modelo, nos tenemos que remontar a la década de 1980, donde México fue blanco de una elevada inflación, que preocupó a las autoridades monetarias y financieras del país, aunado a eso, la crisis del 1994 agravó el panorama económico de la nación, razón por la cual se decidió abatir la inflación mediante diversas políticas hasta llegar a la década de 2000 cuando se adoptó el Esquema de Objetivos de Inflación.

No obstante, a partir de la adopción de dicho esquema el banco central se ha visto limitado en sus funciones y en las herramientas que usa para anclar la economía a las expectativas inflacionarias, ya que como se vio en el primer capítulo del presente trabajo, las herramientas a usar del Banco de México son tanto los anuncios de política monetaria como la tasa de interés de fondeo.

Pues bien diversos autores (García, 2012, Clavellina, 2012, Huerta, 2011) mencionan que la economía y la estabilidad de precios no están ancladas solamente a dichas herramientas, sino que más bien la estabilidad de precios se debe a una intervención

esterilizada y discrecional del Banco de México en la economía, es decir, actúa sobre los niveles de la paridad cambiaria y reservas internacionales, con lo que logra una mayor estabilidad macroeconómica y condiciones propicias para una mayor inversión indirecta en el país, pero con ello no permite que haya condiciones óptimas para el crecimiento económico sostenido y estable.

Por lo cual el objetivo planteado para el presente capítulo es describir el proceso de adopción del Esquema de Objetivos de Inflación en México y analizar las herramientas que usa el banco central para lograr su meta anual de inflación y se buscará comprobar que la economía la política monetaria no solo está enfocada a contener los niveles de inflación, sino también a una constante apreciación del tipo de cambio real mediante altas tasas de interés y acumulación de reservas internacionales.

III.2 El Banco de México, la crisis de 1994 y el Contexto de la adopción de un nuevo Esquema de Objetivos de Inflación.

Es un hecho que las políticas económicas de diversos países, entre ellas la monetaria en México, han estado condicionadas por los paradigmas económicos por los que atraviesa la economía mundial en determinados momentos, según Ibarra (2010) la visión dominante de los países de primer mundo siempre refleja la necesidad de ordenar la economía mundial en torno a un conjunto de reglas, impuestas por ellos mismos, que han de respetarse a fin de hacer posible la “convivencia” entre naciones. Como muestra de ello – y aplicable a nuestro tema de estudio – podemos observar que, a partir del consenso de Washington, muchos países han adoptado el paradigma monetario del Esquema de Objetivos de Inflación (*véase gráfico 1 y tabla 1*), el cual, entre otras cosas, busca la autonomía e independencia de los bancos centrales alejado de intereses políticos y de tal modo se le quita el control directo del dinero al Estado, asimismo dichos organismos se ven obligados a usar las expectativas y la tasa de interés como instrumentos principales para alcanzar una inflación baja y estable, aunado a lo anterior se fijan metas de inflación con un horizonte de tiempo predeterminado como ancla nominal del sistema de precios; no obstante, al seguir este tipo de políticas, se ven limitados los préstamos al gobierno, subordinando la política fiscal a este objetivo, enfocándose así la política monetaria exclusivamente a controlar el ritmo de inflación, pasando por alto o relegando cualquier otra meta, tal como el crecimiento sostenido de la economía.

III.2.1 La crisis de 1994, abandono del tipo de cambio como ancla nominal y transición al Régimen de Saldos Acumulados como preámbulo de los Objetivos de Inflación.

México no es la excepción a esta regla, ya que para el caso de nuestro país, a partir de la década de los noventa, el banco central ha empleado como anclas nominales³³ de la economía al tipo de cambio con una meta definida en una banda, los objetivos sobre el crecimiento de los agregados monetarios, con un régimen de tipo de cambio más flexible – el desempeño de los agregados monetarios está fuertemente relacionado con la inflación– y las metas de inflación a partir de 1999 y formalizado en 2001 (véase *tabla 10*).

Tabla 10. Anclas nominales de la economía empleadas por el Banco de México 1985 – 2013

Fecha	Ancla Nominal	Tipo de Régimen	Notas
1985 - 1991		Flotación Regulada	
1991 - 1994	Tipo de Cambio	Bandas Cambiarias con Desliz Controlado	Como resultado de la crisis de 1994 se abandona el uso del tipo de cambio como ancla nominal de la economía.
1994 – 1995		Libre Flotación	
1995 – 2001	Agregados Monetarios	"Encaje promedio cero" - Saldos Acumulados	Se utiliza el llamado "corto monetario" para contener las presiones inflacionarias.
1999 - Actualidad	Metas de Inflación	Esquema de Objetivos de Inflación	Se aceleró en 1999 cuando BdeM anunció un objetivo de inflación a mediano plazo, y se formalizó en 2001 (Galindo y Ros, 2006)

Fuente: Elaboración propia con Datos del Banco de México.

Posterior a la crisis financiera de México en 1994 – la cual fue precedida de otros fenómenos tales como disminuciones en las entradas de capital, y presiones tanto en la tasa de interés y reservas internacionales–, se adoptaron pautas con el fin de evitar efectos más fuertes de dicho shock. Las políticas seguidas por el gobierno federal y el recién autónomo³⁴ banco central consistieron en medidas tales como una depreciación del tipo de cambio con el fin de reducir la demanda interna agregada (contracción ordenada de la demanda) y de este modo ofrecer una mayor competitividad de los bienes producidos en el interior del país para aumentar las exportaciones netas, de hecho se abandonó el régimen cambiario de “*bandas*” para adoptar un régimen cambiario de “*libre flotación*”. Aunado a lo anterior, se procuró una conducción restrictiva de la política fiscal y

³³Según Mateos y Schwartz, (1997) las características que se necesitan para que una variable o política desempeñe satisfactoriamente el papel de ancla nominal y, por consiguiente, logre afectar las expectativas de los agentes económicos, requiere cumplir con las siguientes propiedades:

a) que el banco central pueda ejercer cierto control o influencia sobre ella;
 b) que la variable o política en cuestión guarde una relación estrecha y predecible con la meta final y,
 c) que el público en general pueda observar el desempeño del banco central en su cometido de controlar la variable referida.

³⁴ Como ya se ha visto, en la década de 1990 un número creciente de países había otorgado autonomía a sus bancos centrales, asignándoles el mandato prioritario de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de su moneda nacional; atribuyendo que solo de esa manera la política monetaria podía hacer su mejor contribución al desarrollo económico. (Bermanke, 2005)

monetaria en búsqueda de contener, lo más posible, las presiones inflacionarias inducidas por dicha devaluación, esto mediante el aumento de las tasas impositivas y el aumento en los precios de los bienes producidos por el sector público – Gasolina, Gas, Electricidad – así como una contracción del gasto público.

Por su parte, la política monetaria se orientó hacia la restauración de mercados financieros y se buscó la reducción de la volatilidad del tipo de cambio que, como se mencionó en el párrafo anterior, había abandonado la flotación en bandas oficialmente a partir de 1995 para permanecer en *libre flotación*³⁵. Del mismo modo se adoptó un límite al crecimiento del crédito interno, derivado de una baja en la demanda de base monetaria y de una nula acumulación de reservas internacionales. Todo ello, según las autoridades del Banco Central, con el objetivo de inducir un ajuste macroeconómico ordenado congruente con el agotamiento de las entradas de capital, derivadas de dicha crisis (Ramos-Francia y Torres; 2005). De ahí que, según el Banco de México (Mateos y Schwartz; 1997), la política monetaria en nuestro país asumió el papel de ancla nominal de la economía, es decir, dicha política tiene como objetivo orientar y guiar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, siendo el principal objetivo de ésta el abatimiento de la inflación.

Pues bien, después de abandonar al tipo de cambio como ancla nominal de la economía, el Banco de México recurrió a otra herramienta, alejándose del tipo de cambio y sin adoptar a la tasa de interés –esto con el fin de que ambas variables se determinaran por el mercado–, el Organismo Central adoptó el denominado *encaje promedio cero*, el cual implicaba la utilización de saldos acumulados como instrumento de política monetaria. Este régimen consistió en que el Banco de México monitoreaba la cuenta corriente que los bancos comerciales guardaban con el organismo central cada 28 días para que estos procuraran que el saldo fuera cero al finalizar el periodo, esto con el fin de inducir a las instituciones de crédito a no mantener sobregiros en sus cuentas y tampoco saldos a favor³⁶ (Banco de México, 1996).

Así con el objeto de enviar señales sobre sus intenciones de política monetaria, el Banco de México daba a conocer la cantidad a la que pretendía llevar el “saldo acumulado de

³⁵ Autores como Clavellina (2012), Huerta (2011) y cuestionan dicha libre flotación.

³⁶ Para impulsar el régimen de Saldos Acumulados, en caso de que la institución de crédito tuviera saldo negativo, el Banco de México le cobraba una multa de 2 veces la tasa de interés sobre el monto restante, en el caso de saldos a favor, la Institución de Crédito tendría una pérdida inherente ya que dicho monto al estar en la cuenta corriente del Banco con el Banco de México no generaría un rendimiento, ya que sería dinero sin trabajar.

saldos diarios totales” (SA). Si Banxico determinaba que quería un objetivo de SA igual a cero, esto implicaba que el Organismo Central procuraría satisfacer la demanda de billetes fuera cual fuera para que ningún banco se viera obligado a incurrir en sobregiros o a acumular saldos positivos.

Mientras que un objetivo de SA negativo – el llamado *corto monetario* – indicaría que el Banco de México no tenía la intención de proporcionar a la banca los recursos suficientes para llegar un saldo de cero, lo que orillaba a las instituciones de crédito a obtener parte de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Ocasionando subidas en las tasas de interés, ya que las instituciones tratarían de evitar pagar la elevada tasa del sobregiro, buscando obtener esos recursos en el mercado de dinero. Así, el Banco de México buscaba también una reducción en las presiones y expectativas inflacionarias³⁷. Además de que según Banxico (1996), tales medidas buscaban frenar la volatilidad en los mercados financieros al dar mayor certidumbre en torno a la evolución de los precios. No obstante, a pesar de que dicha política monetaria restrictiva controlaba los niveles de inflación, esta ocasionaba a la vez una contracción del crédito interno neto.

Según Martínez y Werner (2001) fue a partir de 1998 que la política monetaria comenzó una transición gradual hacia el esquema de objetivos explícitos de inflación, con lo que se fue disminuyendo el énfasis hacia la base y los agregados monetarios y se dirigió la atención hacia las metas de inflación a corto y mediano plazo. En 1999 la introducción de un objetivo de inflación de mediano plazo, una mayor comunicación con el público, una disminución en el énfasis hacia los agregados monetarios y el propio descenso de la inflación, llevaron a un cambio importante en la aplicación de la política monetaria en México.

III.2.2 Implementación del Esquema de Objetivos de Inflación en México

Pues bien, según el Banco de México (Informe Anual, 2001) a partir de la adopción del régimen de libre flotación cambiaria, como consecuencia de la crisis de balanza de pagos de 1994-1995, el tipo de cambio dejó de funcionar como el instrumento de política que

³⁷ Cabe señalar que para el Banco de México, que retoma los estudios de Fischer (1993), así como de Pindyck y Solimano (1993), gran parte de los costos en bienestar que causa la inflación se originan por la incertidumbre que ésta produce y, para el Banco de México y los defensores de dicha tesis, la adecuada orientación de las expectativas inflacionarias disminuye en parte los efectos perversos de la incertidumbre inflacionaria. Más aún, un ancla nominal efectiva propicia la congruencia entre las expectativas inflacionarias del público con la inflación observada, (Mateos y Schwartz; 1997). Entonces, el uso de un ancla nominal obliga a las autoridades monetarias a conducir su política de forma que la variable utilizada como ancla se mantenga dentro de un rango establecido, en este caso la inflación anual. Contribuyendo así para crear las condiciones de estabilidad de precios, evitando así cambios bruscos en el nivel de los mismos y atenuando el problema de la inconsistencia dinámica mencionados por Kydland y Prescott (1977).

orientaba las expectativas de inflación alrededor de los objetivos de la autoridad, es decir dejó de funcionar como ancla nominal; en esas circunstancias, la política monetaria asumió ese papel. Cuando se operaba con tipos de cambio fijos, la inflación tendía a ser más volátil, ya que ante devaluaciones imprevistas del tipo de cambio, las presiones inflacionarias se disparaban, esto debido al fuerte traspaso hacia los precios que tiene el tipo de cambio (Ramos Francia, 2012).

Como ya se adelantaba en la sección anterior, el esquema de la política monetaria se fue modificando hasta que en 1999 la junta de gobierno del Banco de México decidió incorporar en el programa monetario un objetivo de inflación a mediano plazo, así como la convergencia con la inflación de los principales socios comerciales del país para el año 2003. Con el fin de incrementar su efectividad y transparencia ante los cambios que había experimentado la economía de México, dicha evolución tuvo como resultado una convergencia gradual hacia un esquema de objetivos de inflación, la cual fue adoptada y anunciada formalmente en 2001.

Es en 2001 cuando el Banco de México adopta formalmente el Esquema de Objetivos de Inflación, apoyado en el *forward looking*, es decir, las decisiones deben ser tomadas en función del desempeño esperado para la economía en el futuro; no obstante, debido a que los niveles de inflación en México para ese año aún eran altos se adoptó el esquema de inflación objetivo de manera gradual, estableciéndose como objetivo de mediano plazo que para diciembre de 2003 se alcanzara una tasa de incremento anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento³⁸, mientras que la Junta de Gobierno del Banco acordó establecer como meta para 2001 una inflación anual de 6.5 por ciento y en 2002 del 4.5%. En cuanto a la transparencia, el Banco Central anunció la publicación de informes trimestrales sobre la inflación (Banco de México, 2000).

Es así como – según el Banco de México (2012) – mediante la adopción del Esquema de Objetivos de Inflación en México, y de la “flexibilización” del tipo de cambio, este último dejó de funcionar como ancla y de tener un papel tan importante en la determinación de la Inflación, siendo las metas inflacionarias fijadas a mediano plazo las que ahora funcionan como anclas internas³⁹.

³⁸ Para 2001 se fijó una inflación anual que no excediera de 6.5 por ciento y para 2002 se anunció que el objetivo de inflación debería situarse en alrededor de 4.5 por ciento.

³⁹ Uno de los argumentos más importantes para sugerir el uso de metas de Inflación descansa en su función como ancla nominal. La importancia del anclaje de la economía estriba en que ésta puede sujetar o frenar la inflación sin la necesidad

Desde 2001 la política monetaria en México se conduce bajo un esquema de objetivos de inflación, esquema en el que se implementan medidas discrecionales de política monetaria con el fin de alcanzar el objetivo propuesto, bajo las que destacan los siguientes elementos:

- La política monetaria se debe llevar a cabo por una autoridad monetaria autónoma;
- Dicha autoridad debe reconocer la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria;
- Debe anunciar una meta multianual de inflación explícita y de metas de inflación de mediano plazo;
- Debe realizar un análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias, con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios;
- Para apoyar su objetivo y que este sea más transparente, debe impulsar el uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, y así separar aquellos fenómenos transitorios e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios; y,
- Del mismo modo, debe describir los instrumentos que utiliza el Banco Central para alcanzar sus objetivos, es decir, la aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia y de rendición de cuentas, mediante la comunicación de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria (Galván y Schwartz, 1999; y Galindo, 2007).

Según el Banco de México (2001) los beneficios que han obtenido los países que adoptaron este esquema son principalmente los siguientes:

- a) Reducción de la inflación y consolidación de la estabilidad de precios;
- b) Disminución de la transmisión de los movimientos cambiarios a precios;
- c) Mayor transparencia y comprensión de la aplicación de la política monetaria; y
- d) Mejor rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria.

de que la política monetaria se tome restrictiva y con ello exista la posibilidad de entrar en Recesión. De otra forma, sin un ancla nominal podría dispararse la inflación. (Bernanke, 2001)

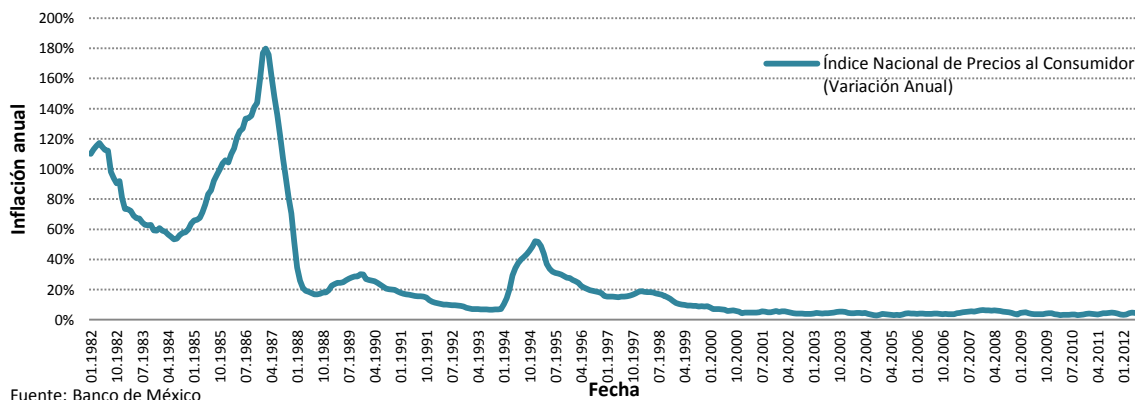
III.3 Hechos Estilizados

En cuanto a la evolución de la economía en sus distintas vertientes, se ha decidido examinar diversas variables sobre las que el Banco de México tiene control directa o indirectamente. Primero se debe estudiar la evolución de la inflación y observar si se han cumplido las metas de inflación establecidas por el organismo central, se tiene que estudiar también el comportamiento del tipo de cambio, ya que una de las hipótesis del trabajo es que esta variable incide principalmente en la inflación, pero uno de los efectos del control de dicha variable es la apreciación del tipo de cambio real y la acumulación de reservas internacionales para lograr la estabilidad de precios. Otra de nuestras variables es la tasa de interés y sus efectos sobre el crédito y la inversión, tanto directa como indirecta, variables que afectan directamente a la demanda agregada y al crecimiento económico. Es por ello importante estudiar estos indicadores, para observar como en conjunto estas variables pueden incidir sobre el sector real de la economía.

III.3.1 Inflación

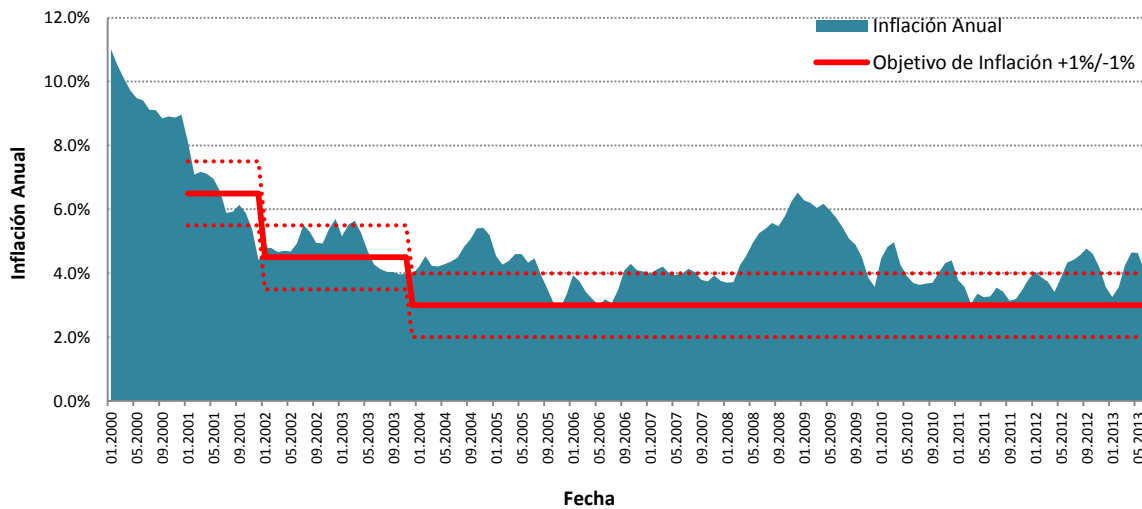
Desde finales de la década de los noventa, el marco de política del Banco de México, incluye un régimen de metas de inflación. Para el caso de México es posible ver el impacto que ha tenido el Esquema de Objetivos de Inflación en dicha variable, la cual había presentado altas tasas y experimentado grandes variaciones al alza en la década de 1980 y a inicios de la década de 1990 (véase gráfico 22), y posterior a la adopción del esquema, la inflación ha sido controlada y ha estado dentro de las bandas del objetivo desde su implementación formal en 2001 (véase gráfico 23).

Gráfico 22. México – Inflación Anual (1982 - 2013)



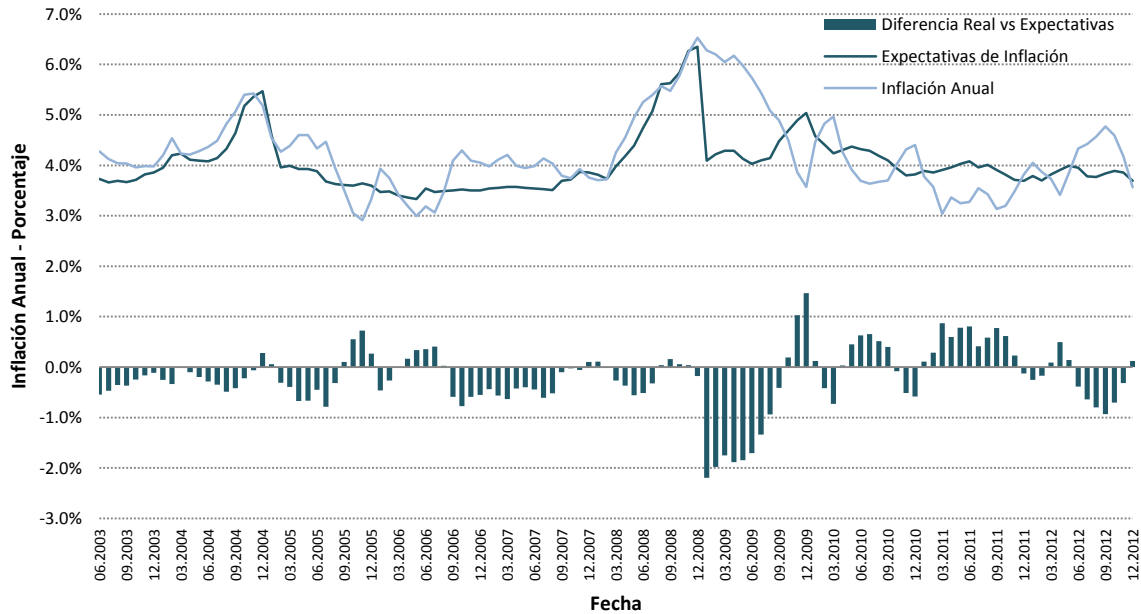
Como ya se ha mencionado antes, el objetivo de inflación implica que las autoridades monetarias orienten sus acciones y políticas en función de las expectativas generadas por los anuncios del Banco Central y de los rezagos entre las decisiones de política y sus efectos sobre la producción y los precios. En palabras de Alan Greenspan: “Toda acción o falta de acción de la política monetaria lleva implícita una expectativa acerca de cómo se devalará el futuro, es decir, un pronóstico” (Greenspan, en Bogdanski *et al.*, 2001), es decir, el banco central que tiene un objetivo de inflación establece un objetivo pronosticando de dicha variable, de tal modo que se toman decisiones basadas en pronósticos condicionales de inflación futura. Es por ello que podemos observar que la evolución de la inflación está relacionada con las expectativas de la misma, como se observa en el gráfico 24, el cual muestra que las expectativas de inflación están apegadas a la inflación real.

Gráfico 23. México – Inflación Anual y Objetivos planteados por BdeM (2000 - 2013)



Fuente: Banco de México

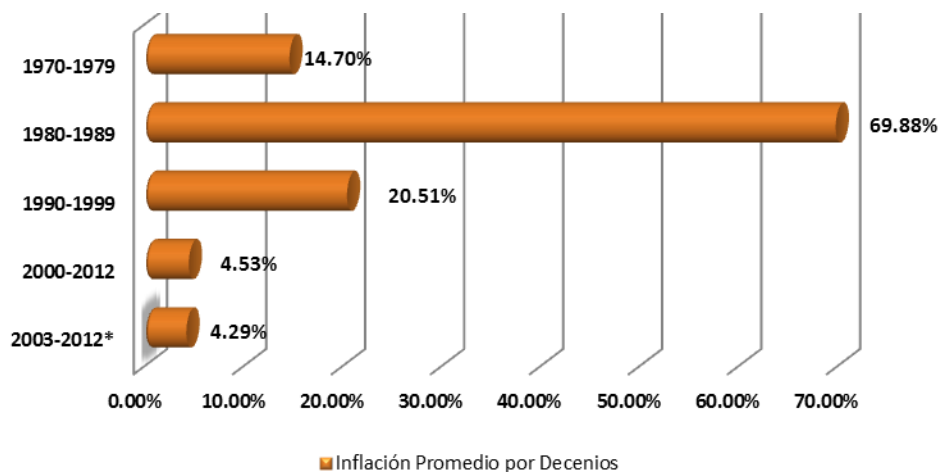
Gráfico 24. México – Tasas Anuales de Inflación y Expectativas de Inflación (2003 - 2012)



Fuente: Elaboración propia con datos de las encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado. (Banxico, 2004, 2006, 2008 y 2012).

Como podemos observar en los anteriores gráficos, el INPC ha reducido sustancialmente a partir de 1986 (véase gráfico 22), y a partir de 2001, que es cuando se implementa formalmente el Esquema de Objetivos de Inflación, dicho índice se ha comportado relativamente estable, dentro de las bandas establecidas por el Banco de México de +/- 1%, al objetivo de inflación. Por lo que podríamos concluir en primera instancia que se ha cumplido el primer objetivo del banco central que es el mantener la inflación estable y en función de las expectativas que esta genera, ya que de los niveles mostrados después de la crisis de 1994, (52% en 1995 y 20% de promedio en esa década), se ha logrado mantener un promedio de 4.53% después de la adopción en 2001 y de 4.29% después de que se adoptara como meta el 3% ± 1 % de inflación (véase gráfico 25).

Gráfico 25. México – Inflación Promedio por Decenios (1970 - 2012)



No obstante, al observar otras variables económicas, nos damos cuenta que el mantener la estabilidad de los precios, no solo está en función de las expectativas creadas por el Banco Central, y esto debido a que a partir de la adopción del Esquema de Objetivos de Inflación también observamos un tipo de cambio estable, que a pesar de ser un tipo de cambio *flotante*, según los anuncios de política del Banco de México en los datos estadísticos muestra lo contrario. Además el mantener dicha estabilidad de precios afecta a las variables reales de la economía de una forma negativa o neutra, como veremos en las siguientes secciones, la estabilidad no es detonante de la inversión ni del empleo, mientras que el PIB crece a una tasa discreta.

III.3.2 Tipo de Cambio Nominal y Real

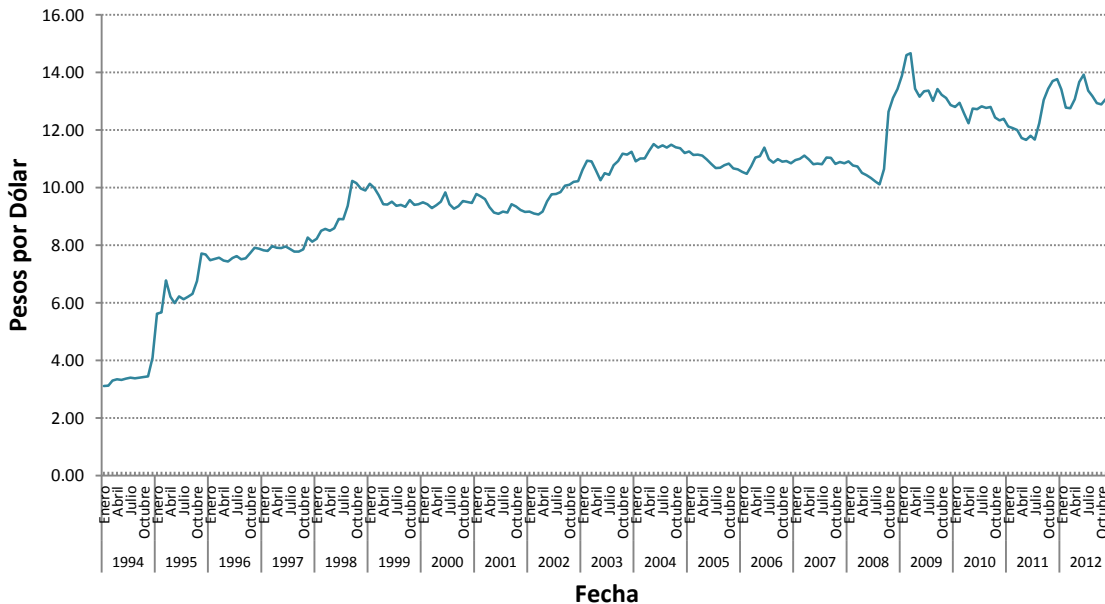
En concordancia con lo expuesto por Taylor (1993), que menciona que el tipo de cambio deber ser flexible para que el Banco Central concentre sus objetivos en la estabilidad de los precios y dejar la paridad cambiaria a las fuerzas de la oferta y la demanda, poco después de obtener su autonomía, el Banco de México empezó a ejercer una política cambiaria con un tipo de cambio flexible (Banxico 2009).

Según el Banco de México (1995), este adoptó una política de tipo de cambio flexible a partir de la crisis de 1994, lo anterior debido a la pérdida de reservas internacionales, producto de diversos factores, entre ellos: la inestabilidad política de ese año; la política

restrictiva de la FED al aumentar en 75 puntos base la tasa de fondos federales (tasa líder en el mercado de dinero de dicho país); pérdidas de capital adicionales a inversionistas, provocado por las políticas de la FED; fugas de capital derivado de dichas pérdidas, acompañadas de un ataque especulativo en contra de la moneda nacional, llevando a las reservas internacionales a 10,457 millones de dólares al cierre de esa jornada. En diciembre de 1994, la Comisión de Cambios acordó abandonar el régimen cambiario hasta entonces vigente para dar paso a un régimen de flotación, con efectos a partir del 22 de diciembre de dicho año (Banco de México, 1995).

Posteriormente se aplicó un régimen de metas de agregados monetarios y se decidió abandonar el régimen de tipo de cambio con “flotación sucia” por un régimen de tipo de cambio más flexible, aunado a la adopción del Esquema de Objetivos de Inflación, esto en el periodo de 1999 a 2001. En este entorno, la política monetaria se ve obligada a fungir como ancla nominal de la economía substituyendo al tipo de cambio nominal (Galindo, 2007). Lo anterior pareciera indicar que el Banco de México dejó de usar al tipo de cambio como ancla nominal de la economía y, en su lugar, empleó a las expectativas de inflación como instrumento de política monetaria.

Gráfico 26. México – Tipo de Cambio Promedio Mensual (1994 - 2012)

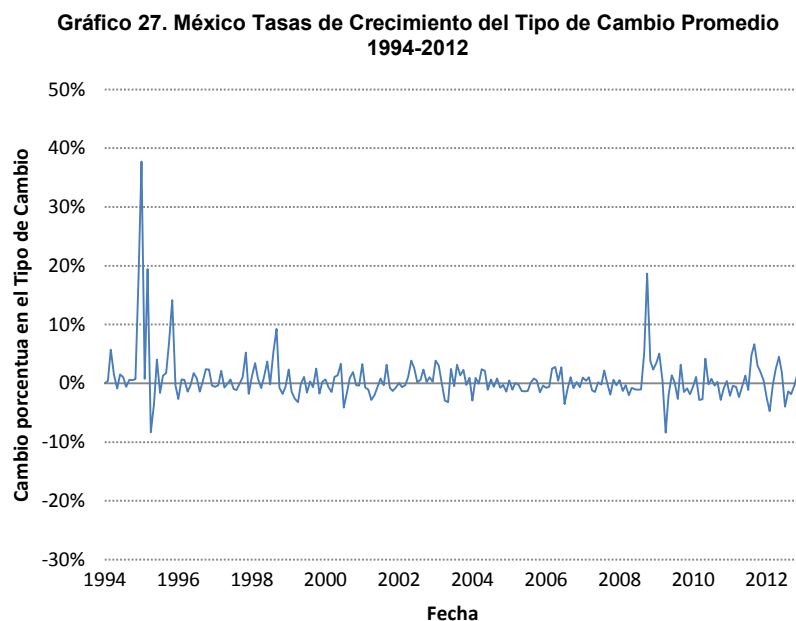


Fuente: Banco de México

Sin embargo, diversos autores (Huerta, 2009, 2011; Sánchez Arriaga, 2010) cuestionan la libre flotación que el Banco de México dice manejar, esto debido a que se ha observado

una latente apreciación del tipo de cambio real y una continua defensa de la estabilidad del tipo de cambio nominal con respecto al dólar – la literatura enfocada en el tema hace referencia a este fenómeno como “peso fuerte” – , por ejemplo, a partir de la adopción del Esquema de Objetivos de Inflación, podemos observar que en la segunda parte de 2008, se registró una depreciación que disparó la paridad cambiaria, debido al deterioro del entorno económico mundial, pero se estabilizó mediante la intervención oficial del Banco de México en octubre de 2008⁴⁰ con una línea Swap (véase Banxico, 2010).

Por otra parte, si observamos las tasas de crecimiento del tipo de cambio nos daremos cuenta que la paridad cambiaria no presenta grandes cambios a lo largo del período comprendido, sino que más bien se ha estabilizado y a lo largo del período de estudio presenta dos choques significativos, en 1994 y en 2008, años caracterizados por crisis económicas (véase *gráfico 27*), las demás observaciones, se conservan en una banda de estabilidad en las variaciones del tipo de cambio.



Lo anterior se confirma con la distribución de las tasas de crecimiento del tipo de cambio, (véase *tabla 11*), donde se demuestra que a partir del 2000 son menos recurrentes las variaciones en el tipo de cambio mayores al 5%, esto comparado con el periodo 1994-1999.

⁴⁰ En la crisis de 2008 el Banco de México intervino en el mercado cambiario mediante una línea Swap, lo que se considera como intervención oficial en el mercado cambiario, no obstante, Capraro y Perrotini (2012), entre otros, han evidenciado que el organismo central realiza intervenciones esterilizadas y que de hecho están fuertemente correlacionadas con la estabilidad de precios en el caso mexicano.

Tabla 11. Distribución de las tasas de crecimiento mensuales del Tipo de Cambio.

Total	Observaciones	$\Delta TC < 1\%$	$1\% < \Delta TC < 5\%$	$5\% < \Delta TC < 10\%$	$\Delta TC > 10\%$
1994-2014	234	106	113	9	6
1994-1999	72	33	29	5	5
2000-2005	72	38	34	-	-
2006-2011	72	31	38	2	1
2012-2013	18	4	12	2	-

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Es decir, a pesar de que el Banco de México pareciera trabajar con un régimen cambiario de libre flotación, si observamos los datos históricos obtenemos, que de 1994 a 2012, ha pasado de 3.11 pesos por dólar a 12.87, lo que implica una tasa de crecimiento anual promedio de 8.21%, sin embargo, si eliminamos el shock financiero de 1994 y con ello las observaciones de 1994 y 1995, obtendremos una tasa de crecimiento anual promedio del tipo de cambio de 1996 a 2012 de 3.42%, con lo que podemos presumir de cierta estabilidad en la variable estudiada.

Es importante señalar que mantener un tipo de cambio estable no necesariamente produce una apreciación real de la moneda, ya que esta depende también de la paridad del poder adquisitivo⁴¹.

No obstante, para el caso de México, que el tipo de cambio se mantenga estable provoca la apreciación del ITCR, debido a que el diferencial entre los niveles inflacionarios entre México y el exterior es más alto que la evolución del tipo de cambio nominal, como se detallará en la siguiente sección. Esta apreciación es desfavorable para el desarrollo económico ya que, entre otros factores limita la competitividad de las exportaciones, (Galindo y Ros, 2006; Ros 2013), aunado a la descapitalización de la esfera productiva y desindustrialización en el país (Huerta, 2006)

a. Paridad del Poder Adquisitivo vs. Tipo de Cambio Nominal.

Un ejercicio interesante para comparar el tipo de cambio nominal con el tipo de cambio real es el de la Paridad del Poder Adquisitivo – PPA – (Huerta, 2009, 2012 y Pérez Ruiz 2013), esto debido a que a largo plazo el tipo de cambio entre dos economías pasa a depender del poder adquisitivo relativo de la moneda de cada uno de los países y se aleja del tipo de cambio nominal.

⁴¹ La apreciación del tipo de cambio real en México se da por una estabilidad del tipo de cambio nominal, la cual contrasta con la inflación en el período 1996 – 2012, en resumen si la inflación crece más rápido que el tipo de cambio nominal la moneda se estará apreciando, dicha relación se explica a detalle más adelante.

Existen diversas metodologías para saber el comportamiento y estimar el tipo de cambio real, en el presente trabajo se emplearán tres metodologías distintas con las que se espera llegar al mismo resultado: una apreciación del tipo de cambio. Dichas metodologías tienen su sustento principal en la teoría de la Ley del Precio Único y la Paridad del Poder Adquisitivo que en síntesis explican que los precios de los bienes idénticos deben ser iguales en diferentes países, una vez ajustados por el tipo de cambio nominal (Dornbusch, 2005).

Autores como Balassa y Samuelson (1964) en Hernández Vega (2012), asumen que dicha ley se cumple tanto para bienes en particular como para la totalidad de los bienes comerciados en ambos países. Lo anterior lo refuerza de manera muy clara Dornbusch (2005) quien afirma que “según la teoría de los tipos de cambio basada en la paridad del poder adquisitivo, las variaciones de los tipos de cambio reflejan principalmente las diferencias entre las tasas de inflación de los distintos países”, es decir, el tipo de cambio nominal debe variar como consecuencia de las diferencias de comportamiento de los niveles de precios entre economías que sean socios comerciales, de tal manera que se mantenga constante la relación real de intercambio, no obstante esto no sucede así para el caso mexicano.

Dado lo anterior, hay un consenso generalizado en economía para definir al tipo de cambio real entre dos países como el cociente entre los precios extranjeros (EE.UU.) y los interiores, expresados en la misma moneda. Definiéndose el tipo de cambio real de la siguiente manera:

$$R_t = e_t \frac{P_{f_t}}{P_t}$$

Esta definición es utilizada por Dornbusch (2005) donde define a ‘e’ como el tipo de cambio –para nuestro caso de estudio será pesos por dólar–, mientras que P_f es el índice de precios del extranjero –inflación de EE.UU.– y P es el índice de precios local –inflación de México representada por el INPC –.

Es importante resaltar que los índices de precios en el período ‘t’ (1996) no nos proporcionarían la información suficiente para saber el comportamiento del tipo de cambio real, es por ello que se debe hacer un análisis de la evolución de dicha variable durante un lapso de tiempo (véase *tabla 12 y gráfico 28*).

Derivada de esta definición se encuentra la segunda metodología, la cual es empleada por Huerta (2009, 2012), donde se hace una aproximación al tipo de cambio real que correspondería a los niveles de precios de ambos países, dicha aproximación es base 1996 ya que en este año la economía mexicana presentó superávit comercial.

El procedimiento empleado para obtener la aproximación del tipo de cambio real, es despejando dicha variable de la ecuación anterior, esto bajo la lógica de que buscamos un tipo de cambio nominal R_{1996} que permita que el tipo de cambio real se mantenga constante a lo largo del tiempo a pesar de las variaciones de los precios en ambos países:

$$e_t = R_{1996} \left(\frac{P_t}{P_{f_t}} \right)$$

De este modo, se toma el tipo de cambio nominal inicial en el que queremos que la moneda se mantenga estable y de ahí se multiplica por el PPA.

Por último, con la información y metodología recabada del Banco de México⁴² (2012) también se puede determinar la evolución del tipo de cambio real, en la que vemos que ha habido una constante disminución del Índice de Tipo de Cambio Real (ITCR) presentado por la autoridad monetaria, lo que nos indica que el tipo de cambio real se ha ido apreciando en promedio un 1.7% anual, para terminar en una apreciación de 1996 a 2013 de 24.7%.

⁴² El Banco de México estima el ITCR año base 1990. En este índice, un aumento indica una depreciación, – las exportaciones son más competitivas –, mientras que una disminución indica una apreciación del ITCR, haciendo menos competitivas las exportaciones. El cálculo del ITCR por parte del Banco de México comprende una ponderación de índices de precios de 111 países así como un índice de canasta mundial de monedas.

Tabla 12. Estimaciones de la Apreciación del Tipo de Cambio Real en México

AÑO	Precios México	Precios EE.UU.	T. C. Nominal	PPA Absoluta	Evolución del T.C. Real*	Estimación del T.C. Real**	Diferencia	Apreciación	Índice de Tipo de Cambio Real, ITCR (BANXICO)***	
	(A)	(B)	(C)	(D) = $\frac{(B)}{(A)}$	(E) = $\frac{(D)}{(C)}$ *	(F) = $\frac{(A)}{(B)}$ * C	(F) - (C)	$\frac{(F)}{(C)} - 1$	A dic.	Promedio Anual
1996	100.00	100.00	7.60	1.00	7.60	7.60	0.00	0.00%	96.26	103.00
1997	120.63	102.34	7.92	0.85	6.72	8.96	1.04	13.14%	81.42	85.85
1998	139.84	103.93	9.15	0.74	6.80	10.23	1.07	11.71%	87.96	84.51
1999	163.03	106.20	9.55	0.65	6.22	11.67	2.11	22.12%	73.60	77.63
2000	178.51	109.79	9.46	0.62	5.82	12.36	2.90	30.66%	65.01	68.69
2001	189.87	112.89	9.34	0.59	5.55	12.78	3.45	36.90%	59.68	62.62
2002	199.42	114.68	9.67	0.58	5.56	13.21	3.54	36.64%	64.74	60.90
2003	208.49	117.28	10.79	0.56	6.07	13.51	2.72	25.18%	76.99	71.59
2004	218.27	120.42	11.29	0.55	6.23	13.77	2.49	22.03%	78.11	76.97
2005	226.97	124.51	10.89	0.55	5.97	13.85	2.96	27.21%	68.82	73.59
2006	235.21	128.53	10.90	0.55	5.96	13.91	3.00	27.55%	72.73	72.68
2007	244.54	132.19	10.93	0.54	5.91	14.06	3.13	28.65%	76.33	74.78
2008	257.07	137.27	11.14	0.53	5.95	14.23	3.09	27.71%	87.27	78.14
2009	270.69	136.78	13.50	0.51	6.82	15.04	1.54	11.41%	86.05	88.58
2010	281.94	139.02	12.63	0.49	6.23	15.41	2.78	22.04%	80.04	81.58
2011	291.55	143.41	12.43	0.49	6.11	15.45	3.02	24.29%	88.39	82.84
2012	303.54	146.38	13.17	0.48	6.35	15.76	2.59	19.66%	80.99	83.90
2013	315.37	148.67	12.77	0.47	6.02	16.12	3.35	26.23%	77.88	77.58

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México y Banco Mundial.

* Metodología empleada por Dornbusch (2005)

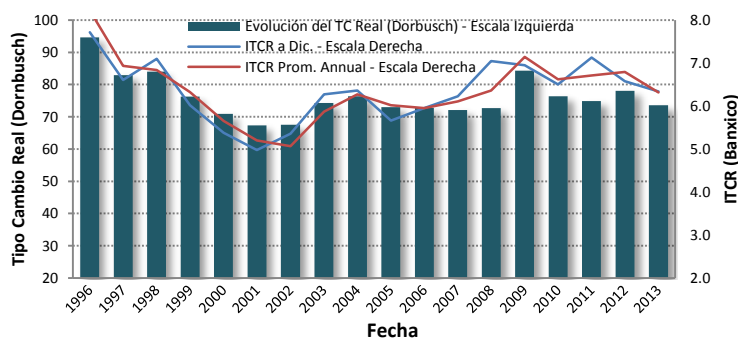
** Metodología empleada por Huerta (2009, 2012)

*** Metodología empleada por el Banco de México, al igual que Dornbusch (2005) un aumento del ITCR representa una depreciación, mientras que una disminución indica una apreciación de la moneda. Dicho cálculo se elabora con un índice de promedio ponderado de precios externos de 111 países, en sus respectivas monedas, un índice de canasta mundial de monedas en dólares para calcular un tipo de cambio estandarizado con dichos 11 países.

T.C. = Tipo de Cambio

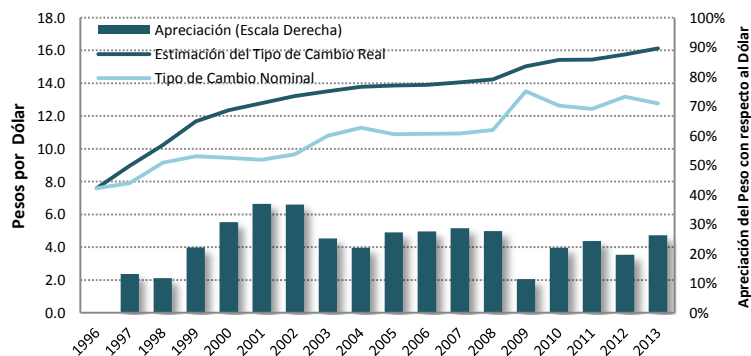
PPA = Paridad del Poder Adquisitivo

Gráfico 28. ITCR (BANXICO) y Tipo de Cambio Real (Dornbusch) (1996-2013)



Fuente: Elaboración Propia con datos de Banxico.

Gráfico 29. Estimación del Tipo de Cambio Real (1996 - 2013)



Fuente: Elaboración Propia con datos de Banxico.

En síntesis, con las distintas metodologías presentadas podemos darnos cuenta que el Tipo de Cambio Nominal (peso con respecto al dólar) en nuestro país se ha ido depreciando a través del tiempo, mientras que el ITCR se ha ido apreciando en los últimos años, en específico en los períodos (1996-2002 y 2009-2013), es decir, el valor nominal de la moneda está por debajo del valor real, lo que indica que hay presiones cambiarias al alza.

Según Sánchez Arriaga (2010) el ITCR ha observado dicha tendencia de apreciación debido a dos causas, la primera es que la autoridad monetaria ha apostado por la estabilidad del tipo de cambio nominal y al mantenerse estable dicha variable presiona al tipo de cambio real a apreciarse, por otra parte esta estabilidad – junto a una tasa de interés más atractiva que la de otras economías – influye en la entrada de un mayor volumen de inversión en cartera, situación que motiva a la autoridad monetaria a seguir con dichas políticas.

Al respecto, Ros (2013) explica que el peso fuerte fue uno de los factores que detuvo el crecimiento durante la primera década del siglo XXI, y que fue hasta las correcciones o shocks – depreciaciones – del tipo de cambio presentadas durante la crisis de 2008 - 2009 y el período de inestabilidad europeo durante 2011 y 2012, cuando de manera efímera hubo una recuperación económica, esto después de varios años de disminución de la participación de las exportaciones mexicanas en el mercado norteamericano. Ahora, según Ros (2013), diversos estudios que estudian la relación entre tipo de cambio real y crecimiento demuestran contundentemente que las economías que han subvaluado deliberadamente su tipo de cambio real – contrario al caso mexicano – han registrado altas tasas de crecimiento, las cuales contrastan con las economías que prefieren sobrevaluar su moneda y tienen un crecimiento económico discreto.

b. Efecto Traspaso del Tipo de Cambio a los precios.

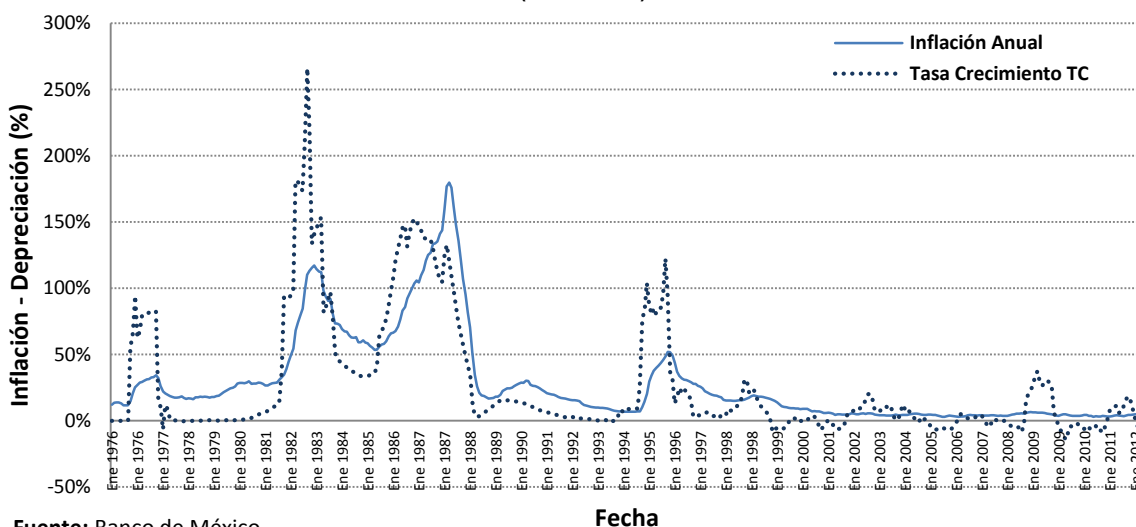
A pesar de lo anterior la política cambiaria predominante durante los últimos años es mantener el tipo de cambio estable, ante lo cual surge la pregunta de por qué Banco de México busca la apreciación del peso.

Esto se da entre otras causas por la relación tipo de cambio - inflación, debido al traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios, en específico al precio de las importaciones y consecuentemente a los precios al consumidor; diversos estudios (Calvo,

2002, García, 2012 y Ramos-Francia, 2012) demuestran que el tipo de cambio tiene un efecto traspaso en los precios, es decir, cualquier movimiento o fluctuación en el tipo de cambio va a afectar los precios internos de bienes y servicios, por lo que el tipo de cambio es uno de los mecanismos de transmisión más importantes a emplear por los hacedores de política monetaria, y este debe ser controlado ya que en caso de que exista un traspaso alto se puede generar una espiral depreciación-inflación.

Si observamos las tasas de crecimiento del tipo de cambio y de la inflación, nos daremos cuenta que históricamente ha existido una alta relación entre ambas variables, (véase gráfico 30), que si bien ha disminuido, todavía existe un traspaso inflacionario, como lo demuestran García (2012), Ramos-Francia (2012) y Cortés Espada (2013).

Gráfico 30. Inflación Anual y Evolución del Tipo de Cambio en México (1976 - 2012)



Fuente: Banco de México

Diferentes estimaciones del traspaso del tipo de cambio a los precios para la economía mexicana.

Período	García (2008)	Ramos-Francia (2012)	Cortés Espada (2013)
Antes de Adopción del Esquema (2001)	0.78	0.81	0.79
Posterior a Adopción del Esquema (2001)	0.54	0.40	0.36

Fuente: García Lázaro (2008:80), Ramos Francia (2012:818), Cortés Espada 2013:9)

Lo anterior nos indica que en la economía mexicana todavía existe un canal de transmisión del tipo de cambio a los precios (*Pass Through*). Que si bien ha disminuido a partir de la década de 2000, el tipo de cambio sigue teniendo influencia sobre los niveles de inflación, por cada punto porcentual que aumenta el tipo de cambio este tiene un

efecto en la inflación de 0.36 a 0.54 puntos porcentuales. Esto como se ha explicado se debe a que “una depreciación del tipo de cambio actúa como un choque de costos para las empresas, el cual es transmitido hacia los consumidores dependiendo de factores como la estructura de mercado, así como diversas rigideces nominales y reales” (Ramos Francia et. al. 2012:826).

Entonces, el que el banco central centre sus objetivos en el tipo de cambio estable, ancla a la economía también a dicha variable y no solo a las expectativas de inflación como informa el organismo central; sin embargo, uno de los crecientes problemas que enfrenta una economía que opta por mantener fijo o estable el valor de su divisa es que el banco central fija sus esfuerzos a dicha meta mediante el manejo de las reservas internacionales.

Diversos trabajos empíricos y teóricos demuestran que en las economías en desarrollo con bancos centrales autónomos y con metas de inflación existe temor a flotar, (Calvo y Reinhart 2002), es decir el banco central interviene discrecionalmente para mantener el tipo de cambio estable. Esto debido a que existen los motivos suficientes para que los responsables de política monetaria escojan manipular el tipo de cambio, uno de esos motivos es el relacionado con los efectos en las hojas de balance y el endeudamiento de las empresas, ya que si estas tienen activos en moneda local y pasivos en moneda extranjera, cualquier variación del tipo de cambio puede activar una alarma financiera y sobreendeudarlos (De Gregorio y Tokman, 2005). Asimismo, otro de los motivos para mantener estable la paridad cambiaria es para poder solventar futuras presiones cambiarias, ya que ante depreciaciones recurrentes del tipo de cambio nominal, la demanda de divisas con fines especulativos subiría, ejerciendo presión sobre la oferta de divisas y sobre su precio, razón por la cual el Banco de México ha adoptado una política de acumulación de reservas, con el fin de asegurar la convertibilidad de la moneda al tipo de cambio establecido (Huerta, 2006, 2011).

III.3.3 Reservas Internacionales

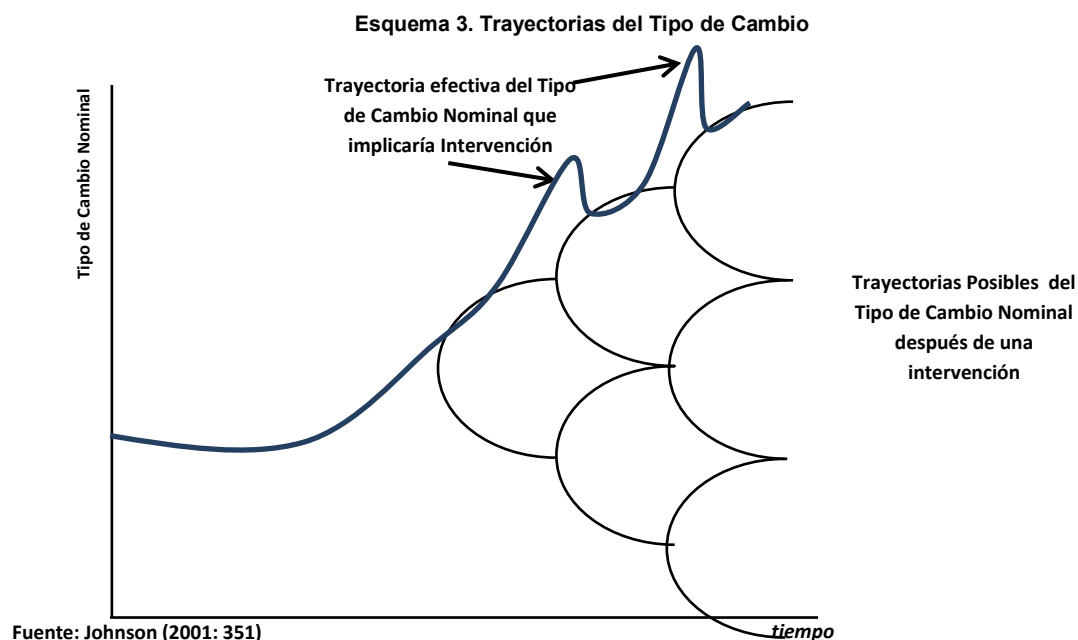
Tradicionalmente, una de las herramientas que utilizan algunos bancos centrales es la intervención esterilizada en la economía, esto se hace en economías que tienen tipo de cambio “flotante” pero que el banco central tiene algún interés por mantener la paridad cambiaria en ciertos niveles que, como vimos en la sección anterior, radica en mantener

la volatilidad del tipo de cambio en un nivel estable debido al efecto traspaso que tienen en los precios.

Según Zárate (2010), una de las maneras de ver cómo ha intervenido el Banco de México en la determinación del nivel del tipo de cambio es observando el comportamiento de las reservas internacionales y el tipo de cambio, y es que las reservas internacionales son un instrumento de gran importancia para la política macroeconómica, debido a su estrecha relación con la política cambiaria, pues las operaciones de compraventa de divisas que realice el banco central pueden afectar las condiciones del mercado cambiario (Banco de México, 2013).

Generalmente las economías que tienen un tipo de cambio fijo – o intervenido – dependen en mayor parte de sus reservas internacionales, ya que para evitar presiones sobre el tipo de cambio, el banco central puede manipular las reservas y con ello la oferta de divisas y, consecuentemente, su precio, esto lo hace para evitar que la paridad cambiaria entre en una trayectoria alcista y su volatilidad sea aún más alta (véase esquema 3). Lo que quiere decir que, bajo una paridad cambiaria fija, el banco central deberá mantener un saldo más elevado de las reservas internacionales ya que se utilizan de manera continua para sostener el tipo de cambio. En cambio con una paridad completamente flotante, el banco central no dependerá de las reservas ya que no actuará para controlar la oferta de divisas ni el precio, solo se utilizarían para facilitar el ajuste ordenado del mercado cambiario (Johnson, 2001).

Según Johnson (2001), existiría una trayectoria del tipo de cambio nominal que obedecería conjuntamente a factores macroeconómicos o fundamentales y, además, al ruido propio de los mercados de activos, no obstante considera poco factible que una autoridad monetaria permitiera que el mercado determine el tipo de cambio sin imponer restricciones a la volatilidad que dicha variable tome, es por ello que ante cambios volátiles las autoridades monetarias implementarían algún tipo de estrategia o mecanismo de respuesta, para intervenir directamente en el mercado de divisas y mantener el tipo de cambio con bajos niveles de volatilidad.

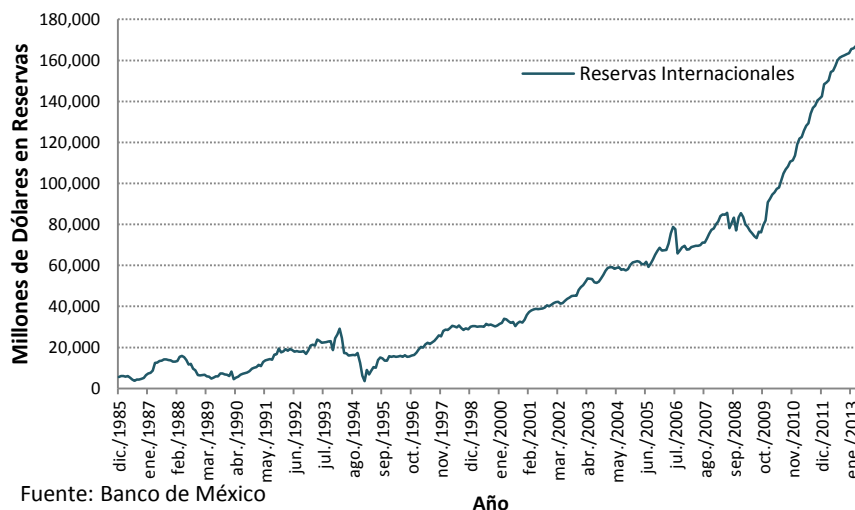


En el esquema anterior hace un acercamiento de como actuaría la política monetaria ante grandes fluctuaciones del tipo de cambio; donde las autoridades monetarias al detectar un elevado crecimiento del tipo de cambio intervendrían para aminorar dicho repunte y poner a la paridad cambiaria en una trayectoria menos volátil.

Pues bien, para mantener la paridad cambiaria estable en un rango o para limitar los niveles del tipo de cambio la banca central actúa mediante intervenciones esterilizadas, las cuales tienen una relación positiva con respecto al tipo de cambio, ya que al intervenir el banco central mediante venta de divisas en el tipo de cambio manda señales al mercado que indican que la autoridad desea controlar la volatilidad cambiaria (Johnson, 2001).

Estas intervenciones se hacen mediante la venta y subasta de divisas o reservas internacionales, razón por la cual una acumulación de reservas daría al banco central un mayor margen de maniobra para evitar grandes fluctuaciones del tipo de cambio. Es decir, un incremento fuera de lo deseado en el tipo de cambio, provocará que la autoridad monetaria interviniera vendiendo divisas esterilizadamente, las cuales obtendría de las reservas internacionales. En el caso de México, esto se refleja mediante la acumulación de las reservas internacionales que el Banco de México tiene bajo su tutela (véase gráfico 31).

Gráfico 31. Reservas Internacionales
Millones de Dólares



Las reservas internacionales han aumentado considerablemente en los últimos años, específicamente después de la crisis de 1994, este aumento de reservas internacionales es congruente con lo mencionado en párrafos anteriores, donde los países con un tipo de cambio fijo o estable – a pesar de que la autoridad monetaria mexicana manifieste otra cosa –, requieren de altas reservas internacionales para poder estabilizar su tipo de cambio y hacer frente a presiones sobre la paridad cambiaria.

Ante una fuerte depreciación el Banco de México tiene que usar las reservas internacionales para mantener estable el tipo de cambio y así el nivel de precios, mientras que si estos se mantienen estables el Banco de México podrá captar una mayor acumulación de reservas. Aunado a que uno de los beneficios de tener reservas internacionales altas es la percepción que se genera ante las agencias calificadoras respecto al riesgo país (Huerta 2011), es decir tiene como finalidad la estabilidad financiera del país, para reducir los ataques especulativos producto de crisis financieras.

No obstante, la constante acumulación de reservas internacionales, puede llegar a ser “onerosa”, ya que parte de dichas reservas se puede emplear tanto para proyectos productivos como en administración de flujos de capital, sin dejar de mandar señales de estabilidad (Cruz Blanco, 2006).

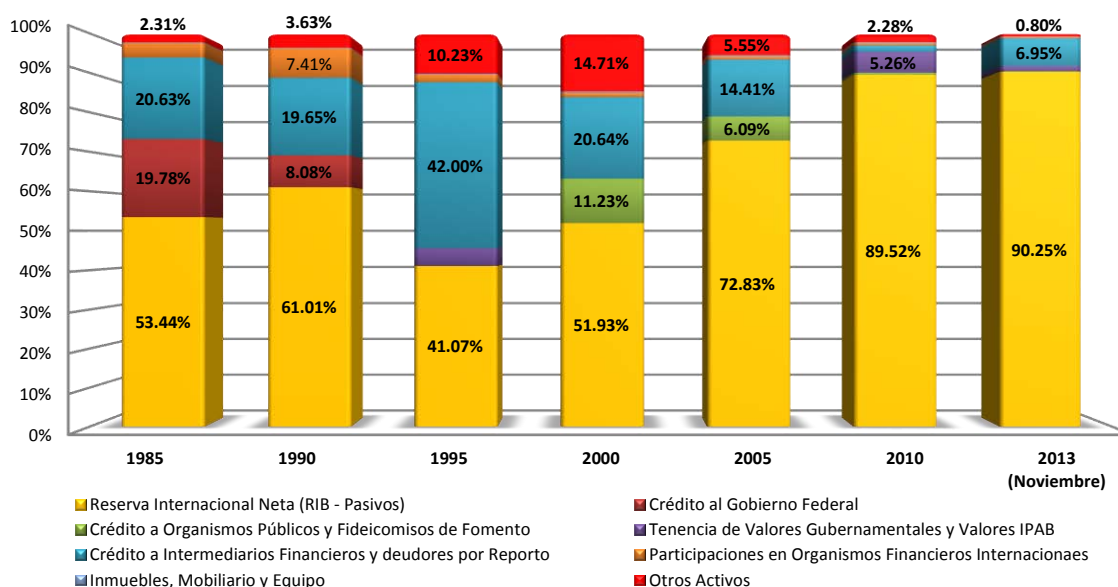
Podemos ver que la política del Banco de México ha ido evolucionando a favor de la acumulación de reservas internacionales, en el siguiente ejercicio al observar la estructura y evolución de los estados financieros y hojas de balance del Banco Central a lo largo de

los años, nos podemos dar cuenta claramente de cómo el Banco de México ha optado por una política de acumulación de reservas y una eliminación tanto de los préstamos al gobierno – debido a su nuevo mandato a partir de 1993 – así como una disminución significativa de los créditos a Organismos Públicos y Fideicomisos de Fomento (véase *gráficos 33 y tabla 13*).

Este comportamiento se da debido a que las políticas que implican el uso de reservas internacionales tienen una estrecha relación con la política cambiaria, ya que los bancos centrales al realizar operaciones de compra-venta de divisas modifican las condiciones del mercado cambiario, debido a su capacidad como gran oferente o gran demandante en dicho mercado. De hecho, según BANXICO (2013) es por ello que las economías con tipo de cambio fijo requieren mantener un volumen elevado de reservas internacionales.

Situación y comportamiento que concuerda con lo expuesto en apartados anteriores pero no con los anuncios de política que lleva el Banco de México. Como lo afirma Huerta (2011) el Banco Central está dispuesto a mantener la convertibilidad de la moneda al tipo de cambio existente y, en dado caso, encarar cualquier salida masiva de capitales mediante la acumulación de reservas internacionales, esto mediante tasas de interés competitivas con respecto al exterior.

Gráfico 32. Distribución de los Activos de Banco de México según sus hojas de Balance (1985 - 2013)



Fuente: Elaboración propia con Datos del Banco de México, Estados de Cuenta Consolidados e Informes Anuales

EFFECTOS DE LA ADOPCIÓN DEL ESQUEMA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN EN LA ECONOMÍA MEXICANA

Tabla 13 Evolución de los Estados de Cuenta Consolidados (Hojas de Balance) del Banco de México (1985 – 2013)

Rubro	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013 (Nov)	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013 (Nov)
Activo - (Pasivo + Capital)	-	-	-	-	-	-	-	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Activo	9,300,228.0	76,370.0	292,891.0	620,912.0	1,002,687.0	1,567,154.0	2,558,723.0	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Reserva Internacional Neta (RIB - Pasivos)	4,969,945.0	46,592.0	120,301.0	322,456.0	730,253.0	1,402,872.0	2,309,374.0	53.44%	61.01%	41.07%	51.93%	72.83%	89.52%	90.25%
Reserva Internacional Bruta	-	-	130,347.0	341,966.0	788,117.0	1,489,207.0	2,349,195.0	0.00%	0.00%	44.50%	55.07%	78.60%	95.03%	91.81%
Pasivos a Deducir	-	-	-10,046.0	-19,510.0	-57,864.0	-86,335.0	-39,821.0	0.00%	0.00%	-3.43%	-3.14%	-5.77%	-5.51%	-1.56%
Crédito al Gobierno Federal	1,839,812.0	6,169.0	-	-	-	-	-	19.78%	8.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Crédito a Organismos Públicos y Fideicomisos de Fomento	-	-	-	69,722.0	61,064.0	7,516.0	2,505.0	0.00%	0.00%	0.00%	11.23%	6.09%	0.48%	0.10%
Tenencia de Valores Gubernamentales y Valores IPAB	-	-	13,212.0	-	-	82,429.0	34,860.0	0.00%	0.00%	4.51%	0.00%	0.00%	5.26%	1.36%
Crédito a Intermediarios Financieros y deudores por Reporto	1,918,303.0	15,009.0	123,022.0	128,149.0	144,484.0	25,668.0	177,935.0	20.63%	19.65%	42.00%	20.64%	14.41%	1.64%	6.95%
Participaciones en Organismos Financieros Internacionales	339,276.0	5,656.0	5,588.0	7,060.0	7,815.0	9,077.0	9,637.0	3.65%	7.41%	1.91%	1.14%	0.78%	0.58%	0.38%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo	18,222.0	172.0	815.0	2,194.0	3,385.0	3,915.0	3,974.0	0.20%	0.23%	0.28%	0.35%	0.34%	0.25%	0.16%
Otros Activos	214,670.0	2,772.0	29,953.0	91,331.0	55,686.0	35,677.0	20,438.0	2.31%	3.63%	10.23%	14.71%	5.55%	2.28%	0.80%
Pasivo	9,214,609.0	75,917.0	276,568.0	594,380.0	1,093,375.0	1,659,396.0	2,715,326.0	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Fondo Monetario Internacional	-	-	120,967.0	-	-	-	-	0.00%	0.00%	43.74%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Autoridades Financieras del Extranjero	-	-	11,149.0	-	-	-	-	0.00%	0.00%	4.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Base Monetaria	3,418,248.0	21,838.0	66,809.0	208,943.0	380,034.0	693,423.0	821,532.0	37.10%	28.77%	24.16%	35.15%	34.76%	41.79%	30.26%
Billetes y Monedas	1,766,537.0	18,509.0	66,809.0	208,880.0	380,034.0	693,423.0	821,136.0	19.17%	24.38%	24.16%	35.14%	34.76%	41.79%	30.24%
Depósitos Bancarios en Cuenta Corriente	1,651,711.0	3,329.0	-	63.0	-	-	396.0	17.92%	4.39%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%
Bonos de Regulación Monetaria	2,795,614.0	-	-	21,834.0	260,109.0	1,023.0	-	30.34%	0.00%	0.00%	3.67%	23.79%	0.06%	0.00%
Depósitos En cuenta Corriente del Gobierno Federal	1,309,587.0	28,072.0	22,722.0	104,845.0	113,838.0	66,736.0	425,987.0	14.21%	36.98%	8.22%	17.64%	10.41%	4.02%	15.69%
Depósitos de Regulación Monetaria	-	-	-	140,930.0	-	-	642,683.0	0.00%	0.00%	0.00%	23.71%	0.00%	38.73%	48.32%
Otros Depósitos Bancarios	-	-	10,515.0	46,741.0	279,856.0	10,000.0	-	0.00%	0.00%	3.80%	7.86%	25.60%	0.60%	0.00%
Depósitos de Fondo de Fomento	-	-	23,420.0	-	-	-	-	0.00%	0.00%	8.47%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros Depósitos del Gobierno Federal	-	-	3,472.0	22,594.0	11,447.0	135,649.0	33,493.0	0.00%	0.00%	1.26%	3.80%	1.05%	8.17%	1.23%
Depósitos de Empresas y Organismos Públicos	-	-	6.0	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Depósitos de Fideicomisos de Fomento	-	-	-	10,283.0	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	1.73%	0.00%	0.00%	0.00%
Asignaciones de Derechos Especiales de Giro	116,250.0	1,014.0	3,295.0	3,631.0	4,408.0	54,226.0	57,385.0	1.26%	1.34%	1.19%	0.61%	0.40%	3.27%	2.11%
Depósitos de Fondos de Apoyo a Intermediarios Financieros	-	-	-	5.0	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Depósitos y Obligaciones a Favor de entidades Financieras del Exterior y Organismos Internacionales	1,399,584.0	22,556.0	-	-	-	-	-	15.19%	29.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros Pasivos	175,326.0	2,437.0	14,213.0	34,574.0	43,683.0	55,656.0	64,847.0	1.90%	3.21%	5.14%	5.82%	4.00%	3.35%	2.39%
Capital Contable	85,619.0	453.0	16,323.0	26,532.0	-90,688.0	-92,242.0	-156,603.0	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Capital	83,416.0	448.0	2,252.0	3,981.0	5,475.0	7,791.0	8,597.0	97.43%	98.90%	13.80%	15.00%	-6.04%	-8.45%	-5.49%
Reservas de Capital	-	-	13,944.0	22,551.0	-	-	-	0.00%	0.00%	85.43%	85.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Remanente de Operación	2,203.0	5.0	127.0	-	-96,163.0	-100,033.0	-165,200.0	2.57%	1.10%	0.78%	0.00%	106.04%	108.45%	105.49%

Fuente: Elaboración propia con Datos del Banco de México, Estados de Cuenta Consolidados e Informes Anuales.

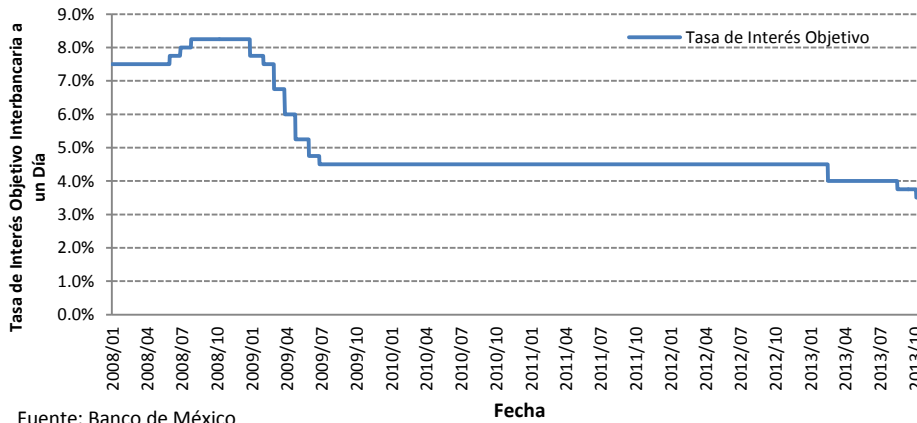
III.3.4 Tasa de Interés

Una de las variables que ayuda a analizar el comportamiento de la política monetaria del Banco de México, a partir de la puesta en marcha del Esquema de Objetivos de Inflación es la tasa de interés de hecho, históricamente, una de las herramientas más socorridas por los bancos centrales para controlar o bajar los niveles de inflación ha sido esta variable, uno de los ejemplos más notorios es la política restrictiva empleada por Paul Volcker, presidente de la Reserva Federal (1979-1987), que durante el período 1981-1982 incrementó las tasas de interés para reducir la inflación en aquel país, acción con la cual la Reserva Federal de los Estados Unidos estableció la política de aumentar sus tasas de interés cuando la inflación se constituía en una amenaza y reducirlas cuando estuviera bajo control (Barro, 2005). Claro está que la tasa de interés no solamente responde a las inquietudes producidas por la inflación, sino también responde a la actividad económica y cuando la economía tiene un crecimiento sostenido y estable las tasas pueden no ser bajas y en caso de recesión económica el banco central tiende a bajar sus tasas (Banxico, 2014).

Pues bien, en cuanto al caso de México, la tasa de interés funciona de una manera similar, por ejemplo, en los últimos meses, en específico a partir de la crisis de 2008, se ha observado que ante el debilitamiento de la economía nacional, el Banco Central ha determinado bajar las tasas de interés de referencia (*véase gráfico 34*), esto con el fin de reducir el costo del financiamiento para empresas y personas para incentivar la inversión y el consumo y así la demanda y la actividad económica⁴³.

⁴³ Véanse anuncios de política monetaria. En el último – hasta la conclusión de esta tesis –, en junio de 2014, la Junta de Gobierno del Banco de México había decidido disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria “...en virtud de que, dado el mayor margen de holgura en la economía, se estima factible la convergencia eficiente de la inflación al 3 por ciento con una tasa de interés de referencia menor...” (Banxico, 2014)

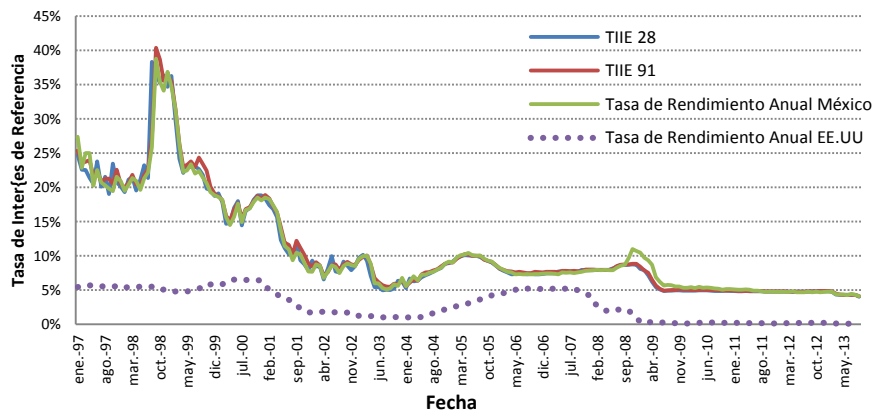
Gráfico 33. Tasa de Interés Objetivo Interbancaria (2008 - 2013)



Fuente: Banco de México

A pesar de lo anterior, y de las continuas disminuciones de la tasa de interés, la de México resulta ser más elevada que la de Estados Unidos, su principal socio comercial (véase gráfico 35), situación que no le da a México el impulso económico necesario para reactivar la economía, en otras palabras, el principal efecto que tiene una tasa de interés alta en la economía es en el diferencial que ofrece a la Inversión Extranjera Indirecta (en cartera) con respecto a la Inversión Extranjera Directa y a otras economías. Es decir, una alta tasa de interés tiene dos efectos, por una parte provoca que haya una reasignación de recursos en contra de los sectores productivos de la economía, y al ser la tasa más alta que la de otras economías induce que haya una mayor entrada de inversión extranjera, pero esta será en mayor proporción inversión en cartera que inversión en el sector real (Huerta, 2011).

Gráfico 34. Tasas de Interés Promedio Anuales México y EE.UU. (1997-2013)



Fuente: Banco de México

III.3.5 Inversión

Pasando ahora a los indicadores de la economía real, iniciamos con los niveles de inversión; un factor determinante a observar es el impacto que ha tenido la tasa de interés en esta variable, donde de primera instancia observamos que debido a los niveles de la tasa de interés, la inversión en cartera ha aumentado considerablemente, mientras que la inversión extranjera directa ha caído; pues bien, para el año 2000, la inversión extranjera directa superaba a la inversión en cartera en un 4,800%, es decir era cerca de 50 veces mayor el monto de la inversión productiva a la inversión en el ámbito financiero, no obstante con los datos presentados podemos observar que partir de la adopción del esquema esta tendencia se fue revirtiendo hasta el punto en que en 2010 la inversión extranjera indirecta fue mayor a la directa, de hecho es en 2012, cuando hay una mayor diferencia entre ambas variables, siendo la inversión en cartera 4.5 veces mayor a la productiva (véase gráficos 36 y 37 y tabla 14).

Gráfico 35 Inversión Extranjera Directa e Inversión en Cartera – Niveles y Diferencias (2000 – 2012)

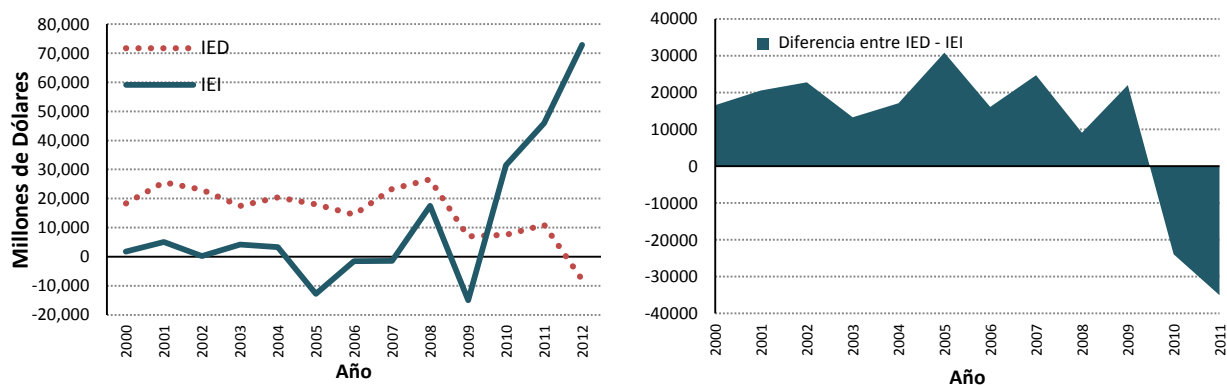
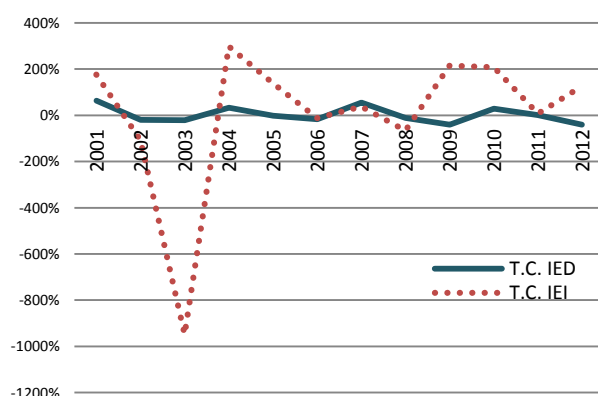


Tabla 14 Inversión Extranjera Directa e Indirecta en México 2000 – 2012 (Millones de Dólares)

Año	IED	IEI	T.C. IED	T.C. IEI
2000	18,282	371		
2001	29,962	1,022	64%	175%
2002	23,901	- 75	-20%	-107%
2003	18,672	636	-22%	-948%
2004	24,855	2,528	33%	297%
2005	24,449	6,046	-2%	139%
2006	20,292	5,319	-17%	-12%
2007	31,380	7,329	55%	38%
2008	27,853	2,430	-11%	-67%
2009	16,561	7,634	-41%	214%
2010	21,372	23,500	29%	208%
2011	21,504	25,086	1%	7%
2012	12,659	56,678	-41%	126%

Fuente: Banco de México

Gráfico 36 Tasas de Crecimiento Inversión Extranjera Directa e Indirecta (2001 – 2012)



Lo anterior nos indica que la inversión productiva tiene un menor dinamismo en el país, de hecho si observamos las tasas de crecimiento de ambas variables, nos daremos cuenta que la IEI ha tenido una mayor penetración en la economía que la Inversión Extranjera Directa, es decir, la inversión en cartera ha aumentado considerablemente, a tasas inclusive cercanas a 300% anual, mientras que la IED tiene un crecimiento discreto, situación que impacta directamente en la generación de empleos y el crecimiento económico del país. Esto aunado a la insuficiente generación de crédito que examinamos en la sección siguiente.

III.3.6 Generación de crédito

Se decidió estudiar el comportamiento del crédito en la economía mexicana debido a dos causas, la primera es que este funciona como promotor de inversión productiva y la segunda que también funciona como impulsor de consumo, variables que impactarían al crecimiento económico por el lado de la demanda agregada.

Para ver el comportamiento del crédito se decidió comparar dos variables, una que representa el sector financiero de la economía y otra el sector real; por el lado del sector financiero se tomó la variable “Total de endeudamiento de emisoras de la BMV” el cual se interpreta como la inversión que han recibido las emisoras de la BMV por la venta de títulos, acciones y bonos, mientras que por el lado del sector productivo de la economía se tomó el “Financiamiento total al sector privado no financiero (a Empresas)”, es decir el monto total de los créditos que fueron otorgados a las empresas por parte del sector bancario (*véase gráfico 38*). En este caso, observamos que se cumple nuestra tesis inicial, donde suponíamos que el crédito al sector productivo es menor al “crédito”⁴⁴ que reciben las empresas por parte del sector financiero, es importante recalcar que si bien las empresas se ven beneficiadas con la colocación de acciones, el mercado de valores mexicano no permite a todas las empresas a listarse en este tipo de operaciones, es decir, el mayor financiamiento a MiPyMEs solo es posible por medio del crédito directo, el cual como observamos es menor al financiamiento bursátil; del mismo modo dichos datos nos dan muestra del crecimiento que ha tenido el sector bursátil a comparación con el sector productivo de la economía, tal cual se veía en la sección anterior con respecto a la inversión. Una de las causas por las que el crédito es menor al financiamiento bursátil, es por las condiciones desfavorables que enfrentan el público, según Clavellina (2013)

⁴⁴ Hay que recordar que la colocación de acciones es un tipo de financiamiento al que recurren las empresas que lo hacen para poder financiar sus operaciones.

derivadas de la concentración de mercado y la falta de competencia que influyen en el precio final de los créditos y, por ende, en el diferencial entre tasas activas y pasivas de la banca comercial, el cual es amplio.

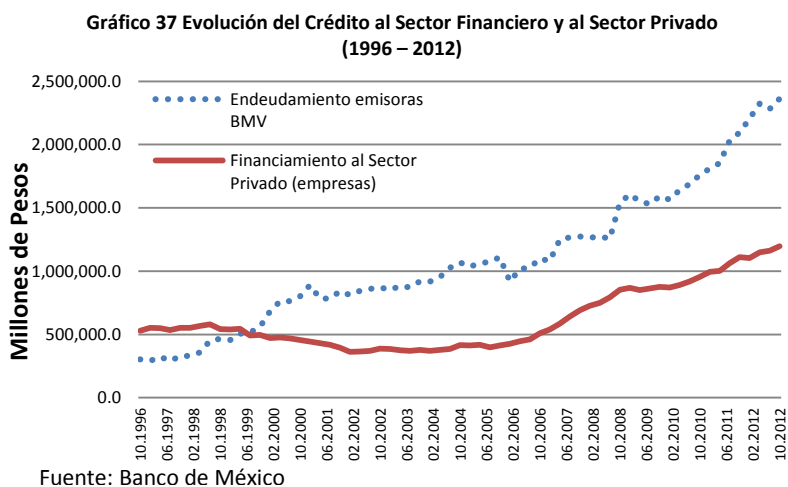


Tabla 15 Tasas de interés activas y pasivas y demanda de crédito al consumo.

Concepto	Junio de 2014	Junio 2013
Pagare con rendimiento liquidable al vencimiento a 91 días, Tasa bruta ponderada, en por ciento anual	3.09%	3.52%
Tasa de Interés Efectiva Promedio Ponderada	25.0%	24.1%
Diferencial	21.91%	20.58%
Número de Tarjetas (Miles)	16,074.7	16,119.3
Saldo de Crédito Otorgado por la Banca (Millones de Pesos)	245,433	236,942

Fuente: Elaborado con datos de Banco de México. Indicadores Básicos de Tarjetas de Crédito (2014, 2013)

III.4 Los Efectos Nocivos de la Estabilidad de Precios en la Economía Mexicana.

Ya analizadas estas variables, nos podemos formar una idea general de los efectos que produce la estabilidad de precios adoptada por el Banco de México en la economía nacional.

Como diversos autores señalan, la política monetaria adoptada por el Banco de México – baja inflación, altas reservas, estabilización del tipo de cambio, tasas de interés altas y poco impulso a la generación de crédito competitivo y accesible – no ha contribuido plenamente al crecimiento económico e inclusive ha sido una política procíclica (Ros, 2013), esto deriva principalmente de los puntos siguientes:

1. El Banco de México, ha mantenido apreciado el tipo de cambio con respecto al dólar con ciertas intervenciones en el mercado cambiario⁴⁵; a causa de que el tipo de cambio mantiene un efecto traspaso (*pass through*) hacia los precios, es decir cualquier golpe al tipo de cambio con respecto al dólar se verá reflejado en los precios finales al consumidor, esto debido a que buen porcentaje de los bienes comerciados en el país son de importación, razón por la cual una fuerte depreciación del tipo de cambio tendría efectos inflacionarios en la economía mexicana, es por ello que, al ser un objetivo del Banxico mantener la estabilidad de los precios, este tendrá que intervenir necesariamente en el mercado cambiario para evitar una depreciación del tipo de cambio y consecuentemente un incremento en la inflación.
2. Para poder afrontar presiones cambiarias, el banco central recurre a la acumulación de reservas internacionales; no obstante, para lograr esa acumulación de reservas las autoridades monetarias necesitan incentivar la entrada de capitales, esto se hace mediante una tasa de interés más atractiva que el principal socio comercial, que en este caso es EE.UU. (Huerta, 2011).
3. Según Ros (2013), mantener altas tasas de interés para acumular reservas internacionales y apreciar el peso provoca una reducción de la rentabilidad de la inversión privada en el sector real de la economía, promoviendo la reasignación de recursos en contra de esos sectores, asignación de recursos que se refleja en una mayor inversión en cartera que directa.

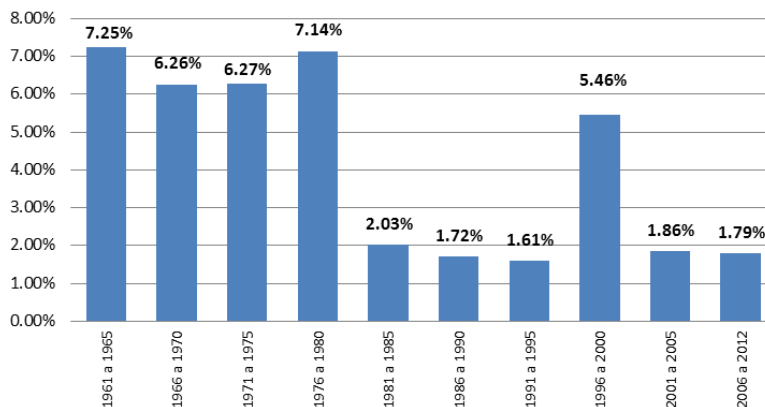
⁴⁵ Dicha intervención se ve con la acumulación de Reservas por parte del Banco Central y con las constantes subastas de divisas, como se vio en secciones anteriores.

4. Por otra parte hay una reducción del crédito al consumo y a la inversión, el cual es caro y de difícil acceso, lo que provoca una menor generación de empleo en el sector formal de la economía aunado a un menor consumo lo cual desincentiva la inversión productiva en el país.

En resumen, se está enfrentando la inflación con una contracción de la demanda y no con una expansión de la oferta. Diversos trabajos empíricos y teóricos demuestran que en las economías en desarrollo con Bancos Centrales autónomos y con Metas de Inflación existe temor a flotar, (Calvo y Reinhart 2002), esta no es la excepción para México y lo ejemplifica de forma clara Pinto (2006), que en un análisis comparativo concluye que a pesar de que en México se ha reducido el *Pass Through*, sigue habiendo una fuerte intervención de las autoridades monetarias para determinar los niveles de tipo de cambio.

Es así como la política monetaria de estabilidad de precios ha afectado de manera negativa al crecimiento económico, sobre todo en el sector real y productivo de la economía, el cual es generador de empleo y motor de crecimiento nacional. Esto se ve reflejado en los promedios de crecimiento económico del país a partir de la adopción del esquema (véase gráfico 39), donde nos damos cuenta que no hay cambio significativo durante la década de 2000 en las tasas de crecimiento de la economía, es decir, a partir de la adopción formal del esquema no ha habido un incremento en la tasa de crecimiento de la economía. No se ha aprovechado el poderoso instrumento que es la política monetaria ya que ha mantenido un papel completamente pasivo.

Gráfico 38 México – Crecimiento Promedio del PIB por quinquenios (1961 – 2012)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

En resumen, para el caso mexicano, sí se cuenta con estabilidad de precios, no obstante el crecimiento económico ha sido a tasas discretas, con una alta tasa de interés y con un

tipo de cambio apreciado y crédito a tasas altas, lo que ha provocado una contracción de la demanda en lugar de una expansión de la oferta. Si bien es cierto que no se puede atribuir completamente el estancamiento de la economía nacional a la política monetaria, ya que la economía y su comportamiento depende de diversos factores, la política monetaria debe emplearse como instrumento de crecimiento económico y no de estabilidad financiera como lo ha hecho la autoridad monetaria en los últimos años.

CONCLUSIONES

Conclusiones y Recomendaciones de Política

Ésas son las variables reales que importan (crecimiento económico y empleo) y existen pocos testimonios de que los bancos centrales independientes que se centran exclusivamente en la estabilidad de los precios obtengan mejores resultados en cuanto a esos aspectos decisivos (Stiglitz, 2003).

El Esquema de Objetivos de Inflación adoptado por el Banco de México se fundamenta principalmente en los canales de expectativas que puede generar el banco central con respecto a la inflación futura. Dicho esquema – que tiene su origen en las teorías cuantitativa del dinero, monetarista y de expectativas – ha ido cobrando cada vez más importancia y ha sido adoptado por cada vez más número de países, esto a partir del Nuevo Consenso Macroeconómico.

Las principales características del modelo son:

1. El anuncio de un objetivo o meta en términos numéricos de inflación;
2. La implementación de una política monetaria que le dé una mayor papel a la proyección de la inflación futura; y
3. Un alto grado de transparencia y rendición de cuentas. (Svensson, 2007).

A partir de lo anterior los economistas ortodoxos, en específico del NCM, sentaron las bases para argumentar que una inflación estable y encausada en objetivos y metas de inflación generaría un entorno económico sólido debido a que los agentes económicos tendrían la seguridad de saber cuál es el nivel de inflación esperado y así podrían tomar las mejores decisiones como agentes racionales de la economía. Es así como el esquema funcionaría básicamente bajo las premisas siguientes:

- El Banco Central debe fijar sus metas de inflación, a mediano plazo y anunciar públicamente dicho objetivo.
- Debe contar con credibilidad y ser transparente, es decir, debe cumplir sus objetivos y metas de inflación para crear un ambiente de certeza en los agentes económicos.

- El Banco Central debe ser autónomo y los intereses del Estado no deben intervenir con la política monetaria que emane de este, para evitar así inflaciones ‘sorpresivas’.

Estos tres pilares se apoyan de uno más que es la estabilidad fiscal y el “déficit cero”, donde el gobierno no puede financiarse por medio de la Banca Central. Sin embargo, este tipo de políticas lo que hace en realidad es contraer la demanda agregada disminuyendo los niveles de actividad económica (Huerta, 2009).

No obstante, han surgido nuevas teorías que ponen en duda la efectividad de la política adoptada por el Banco de México, la mayoría de ellas se basan en la endogeneidad del dinero y la característica de que este no es neutral, es decir, que la política monetaria puede afectar a las variables reales de la economía, tales como la tasa de interés y el crecimiento económico, contrario a lo propuesto por los actuales responsables de política monetaria.

Dichas teorías argumentan primordialmente que el papel actual de la política monetaria es procíclico y no impulsa el crecimiento de la economía. De hecho, mencionan que no existen pruebas convincentes de que las metas de inflación hayan mejorado el rendimiento de la inflación y la credibilidad de la política de los Bancos Centrales y que uno de sus principales objetivos es más bien la estabilidad cambiaria y financiera, las cuales no benefician directamente a la economía real.

Además de ser críticos a la política monetaria actual, existen propuestas para modificarla, por ejemplo Frenkel (2012b) menciona que el objetivo de estabilidad de precios debe ser sustituido por uno nuevo que sería el de Objetivos de Crecimiento Nominal del PIB que funcione como ancla nominal de la economía y esta sería una herramienta más poderosa ya que no sería excesivamente rígido en respuesta a choques de demanda adversos, ya que el crecimiento del PIB podría estabilizar dichos choques.

Pues bien, repasando la literatura existente, se decidió examinar el caso de América Latina, donde hallamos resultados interesantes, por ejemplo, con el ejercicio del “casillero vacío” se puede observar que el caso chileno es el único de la región que cuenta con bajas tasas de inflación y un crecimiento económico por encima de la media de la región, en los demás casos. No obstante hay que recalcar que las bajas tasas de inflación de Chile están por encima de los límites generalmente aceptados por los bancos centrales

que trabajan con Objetivos de Inflación. Entonces podríamos hablar de la inexistencia en la región de un país que tenga bajas tasas de inflación y un alto crecimiento económico.

Aunado a lo anterior también se comprobó que para el caso de América Latina no existe una relación lineal clara entre inflación y crecimiento económico. De hecho mediante metodología econométrica se reveló que en las economías latinoamericanas pareciera existir un rango en el que la inflación de entre 10% y 15% permite un mayor crecimiento económico – que ronda el 5% – que un rango de inflación menor a 6 pp (rango donde se encuentran los países que han adoptado el esquema).

Es importante señalar que a mayor inflación no siempre existe un mayor crecimiento económico como si fuera una relación lineal, sino que la relación que guardan inflación y crecimiento económico es una relación cuadrática, la cual nos permite establecer un punto máximo de inflación donde encontramos el mayor crecimiento económico posible. Para la región se obtuvo que para los rangos más bajos de inflación el crecimiento es discreto, pero entre mayor sea el rango inflacionario el crecimiento de la economía va a ir en aumento hasta un punto de inflexión que se encuentra en el rango de 10 a 15%, más allá de estos niveles las economías de la región presentarían niveles de crecimiento menores y a mayores tasas de inflación.

Esto nos permite señalar dos cosas: primero, que la actual política monetaria está contrayendo la actividad económica y, segundo, que ante políticas de ampliación del gasto público para impulsar el crecimiento económico, se tendría un límite de estas cuando la inflación llegue al rango de 10% a 15%, siendo contraproducente un aumento del gasto más allá de dicho punto, ya que después de este punto un aumento en el gasto provocaría un aumento en la inflación y una contracción del crecimiento económico.

Con lo anterior podemos llegar a una primera conclusión, la cual nos indica que no habría evidencia suficiente como para argumentar que la estabilidad de precios y las políticas monetarias restrictivas puedan fomentar el crecimiento económico sostenido como lo señala reiteradamente el Banco de México. Por supuesto en investigaciones posteriores se abordará el caso específico de algunas de estas economías para encontrar niveles más puntuales y particulares del crecimiento económico con niveles de inflación más altos que los adoptados por cada banco central.

Ahora bien, para el caso mexicano después de analizar diversas variables en las que el Banco de México tiene incidencia directa o indirectamente, encontramos que, como diversos autores señalan, la política monetaria adoptada por el Banco de México –baja inflación, altas reservas, estabilización del tipo de cambio y tasas de interés altas, así como poco impulso a la generación de crédito de consumo y de inversión – no ha contribuido plenamente al crecimiento económico e inclusive ha sido una política procíclica (Ros, 2013).

Esto deriva principalmente de las siguientes acciones de política, se ha mantenido apreciado el tipo de cambio, de hecho se ha caído en una apreciación del tipo de cambio real, esto a causa de que el tipo de cambio mantiene un efecto traspaso hacia los precios, es decir cualquier golpe al tipo de cambio con respecto al dólar se verá reflejado en los precios finales al consumidor, esto debido a que buen porcentaje de los bienes comerciados en el país son de importación, razón por la cual una fuerte depreciación del tipo de cambio tendría efectos inflacionarios en la economía

Para poder afrontar presiones cambiarias, el banco central recurre a la acumulación de reservas internacionales y por ende a una tasa de interés más atractiva que el principal socio comercial, que en este caso es EE.UU, con el fin de incentivar la entrada de capitales. Según Ros (2013), mantener altas tasas de interés para acumular reservas internacionales y apreciar el peso provoca una reducción de la rentabilidad de la inversión privada en el sector real de la economía lo que se refleja en una mayor inversión en cartera que directa.

Esto implica además una reducción del crédito al consumo y a la inversión, el cual es caro y de difícil acceso, lo que provoca una menor generación de empleo en el sector formal de la economía aunado a un menor consumo lo cual desincentiva la inversión productiva en el país.

En resumen, se está enfrentando la inflación con una contracción de la demanda y no con una expansión de la oferta. Diversos trabajos empíricos y teóricos demuestran que en las economías en desarrollo con Bancos Centrales autónomos y con Metas de Inflación existe temor a flotar, (Calvo y Reinhart 2002), esta no es la excepción para México y lo ejemplifica de forma clara Pinto Nogueira (2006), que en un análisis comparativo concluye que a pesar de que en México se ha reducido el *Pass Through*, sigue habiendo una fuerte

intervención por parte de las autoridades monetarias para determinar los niveles de tipo de cambio.

Todo lo anterior ha afectado de manera negativa al crecimiento económico, sobre todo en el sector real y productivo de la economía, el cual es generador de empleo y motor de crecimiento nacional. En resumen, para el caso mexicano, sí se cuenta con estabilidad de precios, no obstante el crecimiento económico ha sido a tasas discretas, con una alta tasa de interés y con un tipo de cambio apreciado. Si bien, la política monetaria adoptada por el Banco de México no es la única causante del deterioro de la economía mexicana en los últimos años, la pasividad que ha mostrado el organismo central ha generado diversas críticas ya que no se ha utilizado como herramienta para impulsar el crecimiento económico.

En cuanto a las propuestas de política, el presente trabajo plantea que debe haber un cambio radical en cómo se toman decisiones de política monetaria, es por ello que se abordaron los casos de Brasil y Argentina, se escogió estudiar el primer caso porque en Brasil se han tomado decisiones similares a las de México en cuanto a política monetaria, y los resultados se están dando, ya que este tipo de políticas han derivado en contracciones a la tasa de crecimiento económico, (en 2010 su PIB aumentó un 7.5%, mientras que en 2011 el aumento fue de 2.7 % y en 2012 apenas de 0.9 %, mientras que su inflación ha sido de 5.0%, 6,6% y 5.4% para cada año respectivamente), es decir, la inflación se ha estabilizado y ha estado dentro de los objetivos planteados por el BCB pero a costa de un estancamiento de la economía. Esto nos da una idea de que en este caso las soluciones ortodoxas resultan insatisfactorias, ya que la combinación de una apreciación cambiaria y tasas de interés altas – comparativamente – constituyen una estrategia equivocada que reduce el crecimiento total, disminuye la inversión (reduciendo el crecimiento potencial) y distorsiona la composición del producto (Zaiat, 2012).

Mientras tanto, el caso argentino es diametralmente opuesto, ya que el gobierno de aquel país en 2012 le vuelve a dar un rol de importancia a la política monetaria, donde esta sirve de instrumento para promover el crecimiento económico y no solo sirve para anclar los precios de la economía. Asimismo le da un papel de inclusión social, donde demuestra que con las políticas ortodoxas se impacta negativamente sobre las capacidades nacionales de producción, lo que disminuye la recuperación de la participación del salario en el ingreso. Basándose en seis objetivos fundamentales: Creación y Preservación del

Empleo, Crecimiento Económico con Inclusión, Acceso Universal a los Servicios Financieros, Regulación del Sistema Financiero, Baja Volatilidad Cambiaria, los cuales en su conjunto mantendrían la estabilidad monetaria, ya que esta se daría armoniosamente con los anteriores puntos.

El Banco Central de la República Argentina concibe la estabilidad monetaria en un sentido más amplio y entrelazado con la economía, usando a esta herramienta como un instrumento con el cual la economía puede crecer e incorporar valor agregado, y no como un objetivo aislado y puntual de inflación. Es decir, concibe a la política monetaria como un instrumento capaz de hacer que la economía de aquel país crezca, ampliando la capacidad empleada y por ende aumentando los niveles de empleo y no solo como una válvula estabilizadora de precios.

Pues bien, dado que se ha demostrado en este trabajo como en otros que la actual política monetaria llevada por el Banco de México es contractiva y no impulsa el crecimiento económico, sino que solamente busca la estabilidad financiera para el beneficio de algunos sectores, es necesario que se replantee el papel del Banco de México dentro de la economía.

Lo anterior debido a que la política monetaria de la Banca Central, mayormente se basa en la búsqueda de reservas monetarias para contrarrestar presiones inflacionarias y al tipo de cambio, mientras que no se impulsa la generación de crédito y de empleo, para aumentar la oferta de bienes y servicios y así contrarrestar las presiones inflacionarias. Es por ello que los críticos a este esquema argumentan que no debe haber políticas que busquen contener la inflación, sino políticas que busquen una mayor generación de empleo.

Después de 12 años de un discreto crecimiento económico en el país, es recomendable que se abandone la política monetaria adoptada formalmente en 2001, se busque una ampliación y como el caso de Argentina, no solo la estabilidad de los precios sea el objetivo del Banco de México.

Se debe concebir a la estabilidad monetaria en un sentido más amplio y entrelazado con la economía, usando a esta herramienta como un instrumento con el cual la economía puede crecer e incorporar valor agregado, y no como un objetivo aislado y puntual de inflación.

De una manera similar al ejemplo sudamericano la política monetaria entonces debe centrar sus objetivos en los pilares siguientes: 1) aumentar el monto crediticio para consumo e inversión, 2) aumentar la inclusión y democratización del acceso a los servicios financieros, 3) financiar al Estado, sirviendo como prestamista de última instancia y 4) continuar con la estabilidad de precios, la cual se daría armoniosamente con los anteriores puntos.

Además, como lo señala Moritz (2006), existe un excedente de reservas internacionales que no contribuye a la estabilidad financiera y que podrían ser empleadas en proyectos productivos que generen un mayor crecimiento económico y de la capacidad productiva del país, sin alejarse inclusive de los objetivos de estabilidad financiera.

Lo anterior se puede complementar con lo expuesto por Tymoigne (2006), donde propone que la política adoptada por los bancos centrales deben ser inclinada a una política más amplia que promueva el plena el empleo y la estabilidad de los precios, así como la socialización de la inversión mediante políticas crediticias, y darle al Estado un papel de prestamista de última instancia para que así el banco central y el Estado en su conjunto tengan una orientación productiva y distributiva. De este modo, el banco central tendría un papel más activo y eficaz en la gestión de la economía.

Pero para lo anterior es necesario, como lo señala Tello (2013), que el Estado retome el control sobre la política monetaria, esto mediante la supresión de la reforma de 1993 al artículo 28 de la Constitución, de tal manera que el Banco de México pueda cumplir con los pilares señalados en el párrafo anterior y pase de un ente promotor de la estabilidad de precios a un ente promotor del crecimiento económico. Stiglitz (2004) argumentaría que "...se podría considerar la posibilidad de un banco central independiente, pero sería necesario que contara con diversos mandatos de modo tal de asegurar, por ejemplo, que se escucharan distintas voces en el proceso de toma de decisiones...". Es decir, un Banco Central más democrático.

Si bien la solución no es dejar de lado los objetivos de inflación, lo que se deben plantear los responsables de política monetaria es que no solo existe una ruta para llegar a la estabilidad de precios, pero se deben buscar mejores alternativas que la actual, que solo conducirá al estancamiento económico del país.

Bibliografía

- Angeris, A. y P. Arestis, (2009). "Objetivo de inflación: evaluación de la evidencia." en *Investigación Económica*, vol. LXVIII, núm. Sin mes, pp. 21-46.
- _____ (2006). "Has Inflation Targeting Had Any Impact on Inflation?" en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, núm. 4, Verano, 2006, pp. 559-571.
- Argentina (2013). Programación 2013 Objetivos y Planes para el Desarrollo de la Política Monetaria, Financiera, Crediticia y Cambiaria. Banco Central de la República Argentina.
- _____ (2012a). *Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina*. Ley N° 26.739, sesionada el 22 de marzo de 2012.
- _____ (2012b). *Marco Legal del Sistema Financiero Argentino*. Banco Central de la República Argentina.
- _____ (2002). *La economía Argentina durante 2001 y Evolución Reciente*. Ministerio de Economía y Finanzas. Informe Núm 40. 2002. Argentina
- _____ (1992). *Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina*. Ley N° 20.539, sesionada el 23 de septiembre de 1992.
- Ball, L., y N. Sheridan, (2003) "Does Inflation Targeting Matter?" Working Paper No. 9577, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Banco de México (2013). "Sistema Financiero" [En línea] Disponible en <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html> [Consultado el día 14 de abril de 2013].
- Banco de México, (2009). Regímenes Cambiarios en México a partir de 1954.
- _____ (2000), Informe sobre la Inflación, Julio-Septiembre 2000, Octubre 2000.
- _____ (1996), La conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados.
- _____ Informes anuales de política económica. Varios años
- Barro, R. y D. Gordon (1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model" en *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm. 4 Agosto, 1983, pp. 589-610.
- Beltrani, M. y J. Cuattromo (2012), "Redefiniendo los límites de la política monetaria: hacia una ampliación de su rol en el desarrollo económico" en *Ensayos Económicos* Núm. 67, Dic 2012, pp. 121 – 168. BCRA
- Bernanke, B. y M. Woodford (ed.), (2005) *The Inflation-Targeting Debate*. Chicago. The University of Chicago Press.
- Bogdanski, J. et. al. (2001), "La puesta en Marcha del Objetivo de Inflación en Brasil" en *Monetaria*, vol. XXIV, núm. 1, ene-mar 2001, pp. 1-24. CEMLA.
- Brasil (1999), Decreto No 3.088 del 21 de junio de 1999, "Decreto que Establece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências".

- _____. *Banco Central do Brasil, Dez Anos de Metas para a Inflacao no Brasil, 1999-2009*. Brasil, BCB.
- Broadbent, B. (2012b). "Is Inflation Targeting Dead" en Reichlin, L. y R. Baldwin (ed.), *Is Inflation Targeting Dead?, Central Banking After the Crisis*. Londres. Centre for Economic Policy Research.
- Calvo, G. y C. Reinhart. "Fear Of Floating," en *Quarterly Journal of Economics*, 2002, v107(2,May), 379-408. NBER
- Capraro, S. e I. Perrotini (2012) "Intervenciones Cambiarias Esterilizadas, Teoría y Evidencia: el Caso de México" en *Contaduría y Administración*, Vol. 57, No. 2, abril-junio 2012, pp. 11-44, UNAM, México.
- CEPAL (2012). Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe, junio de 2012.
- Cetrángolo, O. y D. Heymann (2007) "Macroeconomía en recuperación: la Argentina post-crisis" en *Crisis Recuperación y Nuevos Dilemas. La economía Argentina 2002-2007*. Núm. 20, noviembre 2007, pp. 27 – 61. CEPAL.
- Clavellina, J., (2013). "Crédito Bancario y Crecimiento Económico en México", en *Economía Informa*. Núm. 378, enero-febrero 2013.
- _____. (2012). "Canales tradicionales de transmisión de política monetaria y herramientas macroprudenciales en economías emergentes", en *Economía Informa*. Núm. 374, mayo-junio 2012.
- Cortés Espada (2013), Una estimación del Traspaso de las Variaciones en el Tipo de Cambio a los Precios en México, Banco de México. Documento de Investigación 2013-02. México
- Cruz Blanco, Alberto Moritz (2006) "Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento mexicano", en *Economía UNAM*, vol. 3, no 8, 2006.
- De Gregorio, J. y A. Tokman (2005), "EL miedo a Flotar y la Política Cambiaria en Chile" en *Economía Chilena*, Vol. 8, No. 3, diciembre de 2005, Banco Central de Chile, Chile.
- Fisher, I., (1963) *The purchasing power of money, its determination and relation to credit interest and crises*. New York, A. M. Kelley.
- Fraga Neto, A. (2000). "Política Monetaria Durante la Transición a un Tipo de Cambio Flotante, La experiencia de Brasil" en *Finanzas y Desarrollo*, vol. 37, núm. 1, Marzo de 2000, pp. 16-18. FMI.
- Frankel, F. (2012a). "The Death of Inflation Targeting" [En línea] Disponible en <http://www.voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting> [Consultado el día 30 de marzo de 2013].
- _____. (2012b). "Nominal-GDP targets, without losing the inflation anchor" en Reichlin, L. y R. Baldwin (ed.), *Is Inflation Targeting Dead?, Central Banking After the Crisis*. Londres. Centre for Economic Policy Research.
- Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy" en *The American Economic Review*, vol. 58, núm. 1, Mar, 1968, pp. 1-17.
- Galindo, L. M. (2007), "El Régimen de Metas de Inflación y la Estructura de Tasas de Interés: Evidencia Empírica para un Debate", Documento de Investigación de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe-CEPAL, No. LC/MEX/Septiembre 2007

- Galván S. y M. Schwartz (1999), "Teoría Económica y Credibilidad en la Política Monetaria." Documento de Investigación de Banco de México No. 9901.
- García Lázaro, A. J. (2012) Instrumentos de Política Monetaria en México, 1996-2010: Un Análisis Teórico y Econométrico, Tesis de Maestría. UNAM. México.
- García, M. (2007) "El régimen de metas de inflación en Brasil: Evaluación y lecciones de política para los países latinoamericanos" en *Economía UNAM*, vol. 4, núm. 11, May-Ago 2007, pp. 47 – 63. UNAM
- Girón, A. (2009) *Argentina: su recurrente inestabilidad financiera*. Capítulo 4. Plan de Convertibilidad, Consejo Monetario y Fracaso de la dolarización. Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales-CLACSO; México, Universidad Nacional Autónoma de México. Instituto de Investigaciones Económicas, 2009.
- Hammond G. (2012), "State of the Art of Inflation Targeting – 2012", Handbook N° 29, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Huerta González, A. (2011) *Obstáculos al crecimiento: peso fuerte y disciplina fiscal*. México, Editorial UNAM.
- _____, (2006) "Política Macroeconómica: (in)estabilidad versus crecimiento" en *Economía UNAM*, vol. 4, núm. 10. UNAM
- Ibarra, D. (2010). *Paradigmas Monetarios en México*, México, Editorial UNAM.
- Johnson, C. (2001). "Un Modelo de Intervención Cambiaria", en *El Trimestre Económico*, vol. LXVIII, núm. 27, Julio Septiembre 2001. Pp. 339-367. FCE
- Kydland, F. y E., Prescott, (1977) "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", en *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, Jun. 1977, pp. 473-492.
- López Toledo, S. (2013). "Una Nota Acerca de la Reciente Crisis Financiera de Brasil" [En línea] Disponible en <http://www.banguat.gob.gt/inveco/notas/articulos/envolver.asp?karchivo=302&kdisc=sc=si> [consultado el día 22 de Octubre de 2013].
- López, J. e I. Perrotini,. (2006) "On Floating Exchange Rates, Currency Depreciation, and effective Demand", en *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. LIX, núm. 238, September 2006, pp. 221-242.
- Loyo, E., (2000) "Tight Money Paradox on the Loose: A Fiscalist Hyperinflation". John F. Kennedy School of Government.
- Mantega G. (2013) Entrevista en *Revista Veja: Guido Mantega: "A inflação é a pior coisa"* [consultado en línea en <http://veja.abril.com.br/noticia/brasil/entrevista-guido-mantega>], Brasil, Agosto 2013.
- Mántey de Anguiano, G. y N. Levy Orlik (coord.), (2010) *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México: 1958-2008*. México, Editorial UNAM
- Martínez, L., Sánchez, O. y A. Werner (2001) "Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria y el Mecanismo de Transmisión en México" Documento de Investigación 2001-02, Marzo de 2001, Banco de México.
- Mateos C. y M. Schwartz (1997), "Metas de Inflación como Instrumento de Política Monetaria." Documento de Investigación de Banco de México No. 9702.

- Mattos Ernesto, Economista del CEMOP-UPMPM y de la Cátedra Nacional de Economía Arturo Jauretche. La Reforma de la Carta Orgánica del BCRA: "de 1992 a 2012", por Ernesto Mattos
- México. Ley del Banco de México. Diario Oficial de la Federación, 23 de diciembre de 1993.
- Mill, John Stuart, (2007), *Principios de economía política*, México, Fondo de Cultura Económica. Segunda Edición, Sexta Reimpresión.
- Mishkin, F., (2000) "De Metas Monetarias a Metas de Inflación: Lecciones de los Países Industrializados" conferencia *Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional*. Conferencia ofrecida en Ciudad de México, 14 y 15 de noviembre de 2000, Banco de México.
- Modigliani, F. (1985) "La Controversia Monetarista o ¿Deberíamos Desechar las Políticas de Estabilización?" en *El Trimestre Económico*. Vol. LII, núm. 206, Abril-Junio 1985. Pp. 553-587. FCE.
- Muth, J. (1961) "Rational Expectations and the Theory of Price Movements" en *Econometrica*, Vol. 29, No. 3, Julio 1961, pp. 315-335
- Nadal, A. (2013), "Dinero endógeno, ¿por qué es importante?" en *La Jornada*. 22 de mayo de 2013, opinión.
- Ochoa, M. y W. Orellana (2004), "Una aproximación no lineal a la relación inflación-crecimiento económico: un estudio para América Latina" en *Monetaria* Vol. XXVII, núm. 3, ene-mar 2004, pp. 69-96. CEMLA
- Pinto Nogueira, R. (2006) "Inflation Targeting, Exchange Rate Pass-Through and Fear of Floating", en *Studies in Economics* No. 0605, Department of Economics, University of Kent.
- Ramos-Francia, M. y A. Torres (2005), "Reducción de la Inflación a Través de un Esquema de Objetivos de Inflación: La Experiencia Mexicana". Documento de Investigación de Banco de México, No. 2005-01.
- Ramos-Francia, M. y C. Capistrán (2007), "¿Afecta el Esquema de Objetivos de inflación la Dispersión de las Expectativas de Inflación". Documento de Investigación de Banco de México, No. 2007-11.
- Ramos-Francia, M., Ibarra, R. y C. Capistrán (2012), "El Traspaso de Movimientos del Tipo de Cambio a los Precios. Un Análisis para la Economía Mexicana". En *El Trimestre Económico*, vol. LXXIX, núm. 4, Octubre - Diciembre 2012, pp. 813-838.FCE
- Reichlin, L. y R. Baldwin (ed.) (2012), *"Is Inflation Targeting Dead?, Central Banking After the Crisis"*. Londres. Centre for Economic Policy Research.
- Rogoff, K., (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target" en *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, Núm. 4, (Nov., 1985), pp. 1169-1189
- Ros, J. (2013), *Algunas Tesis Equivocadas sobre el Estancamiento Económico de México*. México. UNAM (Borrador)
- Salama, P. (2010) "Brasil: economía, política internacional e integración regional - Brasil, el Legado Económico de Lula: Éxitos y Límites" en *Ciclos*; Vol. XIX, Núms. 37-38, año 2010, pp. 4-18

- Sims C. (2006), "Limits to Inflation Targeting" en Bernanke, B. (ed.), *The Inflation-Targeting Debate*. Chicago. The University of Chicago Press.
- Stiglitz, J. (2003) "Mentiras Graves sobre los Bancos Centrales", consultado en <http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-165931-2011-04-10.html>, [Mayo de 2014]
- Svensson, L. (1998) "Open Economy Inflation Targeting" en *Journal of International Economics*. Working 6545 Paper National Bureau of Economic Research. Mayo 2998.
- Taylor, J. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", en *Series de Conferencias de Políticas Públicas* Stanford University.
- _____ (2006) *El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo y la estabilidad de precios*. México, Editorial UNAM.
- Wray, R. (1998) *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Massachusetts. Edward Elgar.
- Zárate Ólvera, D. (2010) El trípode de Taylor, la Teoría y una Aplicación al Caso Mexicano, 2001-2009, Tesis de Maestría. UNAM. México