

III

REFLEXIONES CRÍTICAS SOBRE EL MECANISMO  
DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA  
DEL BANCO DE MÉXICO

Josefina León

**RESUMEN**

Este trabajo define los canales de transmisión monetaria de la teoría ortodoxa con el fin de mostrar que el Banco de México utiliza tanto la tasa de interés de corto plazo como el tipo de cambio en la instrumentación de la política monetaria. El trabajo explica cómo con el esquema actual de metas de inflación, la política cambiaria está supeditada a la política monetaria, lo que en el contexto de la liberalización financiera y de la apertura de la cuenta de capital, contribuye a la estabilidad de los precios pero al mismo tiempo atrae capital especulativo del exterior.

**Palabras clave:** tipos de interés, política monetaria y tipo de cambio.

CRITICAL REFLECTIONS ON THE BANCO DE MÉXICO'S  
MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISM

**ABSTRACT**

This work defines monetary transmission channels with the goal of showing that Banco de México uses both short-term interest rates as well as exchange rates as tools for their monetary policy. This work explains that under the current scheme of inflation goals, exchange rate policy is subject to monetary policy. In the context of financial liberalization and the opening of capital accounts, this contributes to price stability while also attracting speculative foreign investment capital.

**Key words:** interest rates, monetary policy, exchange rates.

## INTRODUCCIÓN

El impacto de la política monetaria en las distintas variables del sistema económico se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria. El propósito fundamental del Banco de México (Banxico) es la estabilidad de los precios; en el esquema actual de objetivos de inflación la tasa de interés se ha convertido en el instrumento de control del banco central. El objetivo del artículo consiste en señalar los canales de transmisión monetaria de la teoría ortodoxa con el fin de mostrar que el Banxico utiliza tanto la tasa de interés como el tipo de cambio en la instrumentación de la política monetaria. Como veremos, una política monetaria contractiva sí afecta a la inflación, pero contrario a las creencias de las autoridades monetarias, también genera un proceso de distorsión de los precios relativos que aumenta nuestra dependencia hacia el sector externo y mina las bases del aparato productivo.

El artículo se integra por tres apartados. En el primero se plantean algunos antecedentes teóricos para explicar por qué los bancos centrales dejan de utilizar a la oferta monetaria como instrumento de política a favor de establecer una tasa de interés de referencia, que es lo que actualmente hace la mayoría de los bancos centrales del mundo. En el segundo apartado se presentan los distintos canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria de la teoría ortodoxa con el fin de explicar, en términos teóricos, cómo se espera que la política monetaria afecte al sistema económico. Además, se señalan algunas observaciones críticas sobre la manera como el Banco de México implementa la política monetaria. Finalmente, en el tercer apartado se presentan las conclusiones del estudio.

### **DEL CONTROL DE LOS AGREGADOS MONETARIOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A TRAVÉS DE LA TASA DE INTERÉS**

En la actualidad la política monetaria juega el papel central en la política económica de muchos países; en el caso de México Guillermo Ortiz Martínez, quien durante el periodo de 1998-2009 fue gobernador del Banco de México, emprendió una serie de reformas con el fin de que el funcionamiento de la institución estuviera en concordancia con los lineamientos de política impuestos por el Consenso de Washington. Dicho Consenso contiene diez puntos que han servido de referencia para determinar los lineamientos generales de la política económica del modelo que deben seguir los países capitalistas, en lo que puede considerarse una nueva fase del capitalismo, caracterizada por

el proceso de globalización económica.<sup>1</sup> De esta manera, para la mitad de los años ochenta el neoliberalismo antiinflacionario se había convertido en la teoría y política oficial de la mayoría de los principales países capitalistas y por tanto su influencia se extendió a los demás países.<sup>2</sup>

La apertura comercial y financiera que se empieza a implementar en México, sobre todo desde mediados de la década de los ochenta y en los primeros años de los noventa, forma parte de un fenómeno mundial impulsado por la influencia de la filosofía del libre mercado. En lo que se refiere al proceso de desregulación del mercado financiero, Correa (2004) presenta un análisis muy detallado de la reforma financiera en México, que constituye el marco de referencia en el que se insertan las decisiones tomadas por las autoridades monetarias, ya que la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital son factores que han llevado a que la tasa de interés y el tipo de cambio desempeñen un papel fundamental en la política monetaria.

A raíz de la crisis financiera internacional de 2008-2009, que en México empezó a sentirse con mayor fuerza a partir de septiembre de 2008, se generaron algunas diferencias de opinión en relación a la implementación de la política monetaria entre el entonces gobernador del banco central y el presidente de la República, lo que influye en el nombramiento de Agustín Carstens como nuevo gobernador del Banxico para el periodo 2010-2015, lo que significa que en lo que resta del sexenio actual y en parte del próximo, “no habrá nada nuevo bajo el sol” en relación con los lineamientos de política monetaria que se han implementado en años anteriores.

Las decisiones de la autoridad monetaria afectan a los distintos mercados que integran la economía en el mercado financiero influye en variables como

---

<sup>1</sup> La globalización es un proceso de al menos cuatro componentes fundamentales: aumento del comercio internacional, incremento de los flujos financieros internacionales, mayor internacionalización de los procesos productivos y un avance hacia la armonización de las instituciones económicas nacionales. Ver Larraín, B. F. y Sachs, J. D., *Macroeconomía*, Prentice Hall, 2ª Ed., 2002, Cap. 19.

<sup>2</sup> “Las economías que durante mucho tiempo habían abogado por su propia modalidad local de socialismo, financiada con la ayuda de Occidente, de repente tuvieron que contemplar un enfoque más realista para atraer las inversiones occidentales al practicar políticas de libre mercado: todavía un terremoto pequeño, pero que transformaría a la economía mundial en la próxima década”, Thatcher, Margaret, *Los años en Downing Street*, Ediciones Aguilar-Nuevo Siglo, 1994, pp. 168-169. Citado en Rodríguez Vargas, J. J., *La nueva fase de desarrollo económico y social del capitalismo mundial*, Tesis doctoral, Doctorado en Economía-UNAM, 2005, p. 9. En <http://www.eumed.net/tesis/jjrv/>

la tasa de interés, el tipo de cambio y el precio de los títulos financieros; en los mercados laboral y de bienes y servicios, debido a que el objetivo fundamental del Banxico es controlar la inflación y se utiliza al salario nominal como ancla para evitar presiones inflacionarias. De lo anterior se deduce una idea básica: la política monetaria afecta a los precios nominales del sistema económico. Sin embargo, los precios nominales no se ajustan en la misma proporción ante un cambio en la política monetaria que afecte, ya sea la cantidad de dinero que hay en el sistema económico o la tasa de interés de referencia en el mercado de dinero, lo cual lleva a plantear que las decisiones de política monetaria sí tienen un impacto en los precios relativos, un aspecto que Hayek (1931) señaló en la década de los años treinta.

Entonces, si los precios relativos son alterados como resultado de las acciones del banco central, va a influir en las decisiones de gasto de los agentes económicos, ya sea como productores o como consumidores, modificando su cartera de activos financieros asociada a la tenencia de dinero, bienes de consumo duradero, bienes raíces, bonos, acciones y bienes de capital. Es decir, variables como la inversión, el consumo, el ahorro, la producción y el empleo se verán afectadas. Por lo tanto, resulta pertinente la siguiente reflexión: ¿los cambios en la política monetaria generan efectos transitorios o permanentes en las variables reales del sistema económico?

La respuesta en el marco de la teoría neoclásica dominante, que es la postura que adoptan las autoridades monetarias de nuestro país, es que los impactos de la política monetaria sobre las variables reales son transitorios, **dado que en el largo plazo el dinero es neutral**. Se considera que los efectos de corto plazo que generan los cambios del costo del dinero en la economía se deben a diferentes factores, como: problemas de información imperfecta,<sup>3</sup> existencia de rigideces, ya sea nominales o reales, y estructuras de mercado de competencia imperfecta.<sup>4</sup> La política monetaria en el corto plazo afecta tanto a variables nominales como a variables reales, pero en el largo plazo los mercados se ajustan y, si se verifica una serie de supuestos, las variables reales tienden a regresar a sus niveles de equilibrio de largo plazo, asociados a la tasa natural de desempleo. Por lo tanto,

---

<sup>3</sup> Los modelos de información imperfecta han sido desarrollados por corrientes como el Monetarismo y la Teoría del Ciclo Monetario de R. Lucas.

<sup>4</sup> En el Keynesianismo ortodoxo se asume rigidez nominal exógena. Por su parte, los autores de la Nueva Economía Keynesiana tratan de explicar con fundamentos microeconómicos la existencia tanto de rigideces nominales como reales, así como los impactos macroeconómicos que genera la existencia de estructuras de mercado de competencia imperfecta, como es el caso de los oligopolios y monopolios.

en el largo plazo el dinero es neutral, es decir, las variaciones en la cantidad de dinero sólo afectan a las variables nominales.

Sin embargo es muy difícil que la idea anterior se verifique a la luz del funcionamiento de las economías reales. En otro artículo analizamos el caso de México utilizando datos del periodo 1986-2005; una de las conclusiones obtenidas fue que “en lo que se refiere a la producción y el empleo, contrario a los resultados obtenidos por Blanchard y Quah para el caso de los Estados Unidos, la política monetaria en México tiene efectos tanto transitorios como permanentes en el sistema económico” (Ludlow, León, 2008: 129).

Lo anterior obviamente contrasta con la creencia que tiene la mayoría de los economistas ortodoxos en relación al papel del dinero en la economía, pero seguramente la experiencia de la crisis financiera mundial y los acontecimientos recientes asociados con la crisis europea, especialmente en países como Grecia, España, Portugal e Irlanda, son factores que deben de ser tomados en cuenta para una mejor evaluación del papel del dinero en el sistema económico. Aquí vamos a señalar brevemente cómo, de la década de los setenta a la actualidad, ha cambiado la manera como los bancos centrales implementan la política monetaria. A continuación hacemos un breve recuento.

Tradicionalmente en la literatura macroeconómica el mecanismo de transmisión de la política monetaria se asoció con la teoría cuantitativa del dinero, en la que la oferta monetaria determina el ingreso nominal y los precios, y los cambios en la cantidad de dinero generan efectos proporcionales en el nivel de precios. Por otro lado, la idea de que las fluctuaciones cíclicas de la economía se derivan de choques externos aleatorios fue difundida en los años treinta por Ragnar Frisch (1933) y Jan Tinbergen, autores que compartieron el primer Premio Nobel en Economía en 1969 por haber desarrollado y aplicado modelos dinámicos al análisis de los procesos económicos. Frisch separó el análisis dinámico de las fluctuaciones económicas en procesos de impulso (“choque”) y propagación (“transmisión”). Los impulsos se presentan de manera irregular, pero cuando suceden se genera un proceso de propagación que distribuye sus efectos a través del sistema económico, lo cual constituye en la actualidad lo que conocemos como mecanismo de transmisión.

En el marco del modelo *IS-ML*, William Poole (1970) plantea lo que debe de ser la elección del instrumento óptimo del banco central, que puede elegir entre: *i*) la oferta monetaria (*M*) o *ii*) una tasa de interés de referencia. La elección debe estar asociada con una regla de política monetaria, es decir, optar por uno u otro instrumento dependerá de si la economía está sujeta a choques aleatorios de demanda de carácter real o monetario; si se enfrenta un choque aleatorio de demanda agregada de carácter real que afecta a la función IS (mercado de

bienes y servicios), la política monetaria debe de estar basada en el control de los agregados monetarios. Si la economía enfrenta un choque aleatorio de demanda agregada de carácter monetario, que afecta a la función LM (mercados de dinero y bonos), entonces el manejo de la tasa de interés es más apropiado.

Históricamente el instrumento de política monetaria fue asociado en un principio al control de la oferta monetaria; en el marco de la teoría cuantitativa durante el siglo XVIII se puede hacer referencia a los trabajos de autores como D. Hume (1752) y R. Cantillon (1755). Asimismo, en el marco de las teorías del ciclo monetario desarrolladas en las primeras décadas del siglo XX encontramos los trabajos de H. Hawtrey (1928) y F. Hayek (1931). También se encuentra esta misma idea en la teoría de la preferencia por liquidez de J. M. Keynes (1936) y en el desarrollo de la teoría Keynesiana ortodoxa asociada con el modelo *IS-ML*, así como en el Monetarismo y en la Teoría del Ciclo Monetario expuesta por R. Lucas en lo que constituye, de acuerdo con autores como Snowdon y Vane (2005), la Nueva Economía Clásica de marca I.

Como es conocido, en la década de los setenta la crisis de estanflación económica se convirtió en uno de los factores que influye en la contrarrevolución monetarista, es decir, el retorno a la filosofía del liberalismo económico. Milton Friedman (1968) señala que la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario en el sentido que sólo es y puede ser producido por un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción. Por lo tanto, el autor plantea que la política monetaria se debe de implementar siguiendo una regla, la oferta monetaria debe crecer al ritmo que aumenta la población, de modo que los salarios monetarios se mantengan estables y los precios de los bienes bajen de acuerdo con los aumentos en la productividad de la mano de obra. Con este fin, sugiere que la cantidad de dinero aumente a un ritmo entre 2 y 3%.

La regla recomendada por Friedman no tuvo mucho éxito entre los países,<sup>5</sup> pero sí lo tuvo su planteamiento de que la inflación es en todo momento un fenómeno monetario; la vieja idea de la teoría cuantitativa había regresado de nuevo en un contexto histórico completamente diferente. Por lo tanto, para lograr estabilizar el crecimiento de la inflación, se debía de controlar el crecimiento de los agregados monetarios. De acuerdo con Blanchard (2006), durante los años ochenta y parte de los noventa, la política monetaria en los países desarrollados se diseñaba como sigue: en primer lugar, el banco central seleccionaba un objetivo de tasa de inflación considerado óptimo desde el punto de vista de la

---

<sup>5</sup> En Estados Unidos, por ejemplo, sólo en el periodo de 1979 a 1982 los agregados monetarios jugaron un papel importante en la política monetaria, ver Romer (2000).

sociedad. Dada esta tasa de inflación, el banco central determina una meta para el crecimiento de la oferta monetaria. Suponiendo que la velocidad de circulación del dinero es constante, esta meta se determina como la tasa de inflación deseada más la tasa normal de crecimiento del producto.

La elaboración de la política monetaria en torno al crecimiento de la cantidad nominal de dinero se basa en el supuesto de que existe una estrecha relación entre la inflación y el crecimiento de la cantidad nominal de dinero. El problema estriba en que en la práctica esta relación no es muy estrecha. Si el crecimiento de la cantidad de dinero es alto, la inflación también será alta; y si es bajo, la inflación será baja. Pero la relación no es suficientemente estrecha para que el banco central, eligiendo una tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero, pueda lograr exactamente la tasa de inflación que desea, ni siquiera a medio plazo (Blanchard, 2006: 601).

Lo anterior se debe a que la demanda de dinero es inestable, por lo que en la década de los noventa se empiezan a abandonar las metas de crecimiento de la oferta monetaria. Entonces los bancos centrales decidieron manejar las tasas de interés en lugar de fijar metas para los agregados monetarios.

La idea de que el objetivo prioritario de los bancos centrales debe de ser la estabilidad de los precios influye en la más reciente escuela de la macroeconomía ortodoxa, llamada por Goodfriend y King (1997) la Nueva Síntesis Neoclásica o también conocida como el Nuevo Modelo Keynesiano, término utilizado por autores como Walsh (2003), Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010). Esta nueva corriente de la macroeconomía combina elementos de la Nueva Economía Keynesiana y de la Nueva Economía Clásica con la idea de hacer análisis keynesiano de corto plazo y análisis neoclásico de largo plazo, este último inspirado en autores como Hicks y Samuelson.

El modelo básico desarrollado al interior de esta escuela es utilizado ampliamente en la investigación de política monetaria; como ejemplos se pueden citar los trabajos de Clarida, Gali y Gertler (1999); McCallum y Nelson (1999); Svensson (2000), así como la obra monumental de Woodford (2003), que para esta corriente representaría un trabajo similar al realizado por Patinkin (1965) en la construcción de la síntesis neoclásica. A las ideas planteadas bajo este enfoque se les conoce como la Nueva Política Monetaria o economía monetaria neo-Wickselliana<sup>6</sup> y se basan en el esquema de objetivos de inflación, en el que el

---

<sup>6</sup> En el marco de la nueva política monetaria la regla de Taylor reemplaza a la curva LM; como dicha regla se ve influida por el concepto de equilibrio monetario de Wicksell, también se le conoce como economía monetaria neo-Wickselliana.

instrumento de la política monetaria es la tasa de interés, mientras que el dinero es endógeno.<sup>7</sup>

Un esquema de objetivos de inflación consiste en definir una tasa baja de inflación tanto en el corto como en el mediano plazo como el objetivo primario y en muchos países el objetivo exclusivo del banco central. Los factores que lo definen son:<sup>8</sup>

- a) El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria.
- b) El anuncio de metas de inflación de mediano plazo.
- c) Independencia del Banco Central.
- d) Un régimen de tipo de cambio flotante.
- e) La ausencia de otras anclas nominales y de dominancia fiscal (la capacidad del gobierno de utilizar al banco central para el financiamiento de su déficit).
- f) Un análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios.
- g) El uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.
- h) Rendición de cuentas; transparencia y credibilidad en las autoridades monetarias.

El primer país en adoptar este régimen fue Nueva Zelanda en 1990, seguido por Canadá y otros países desarrollados. Para fines de los años noventa varias economías emergentes se sumaron a este esquema de política monetaria, entre los que se encuentran: México, Chile, Perú, Brasil, Colombia, Sudáfrica, Filipinas, Turquía, Hungría, Tailandia, República Checa, Corea del Sur, Polonia e Israel. En México, la independencia del Banxico se logra en 1993 y con la crisis de diciembre de 1994 se establece un tipo de cambio flexible; la transición hacia un esquema de metas de inflación se acelera a finales de la década de los noventa y para 2001 se establece la meta de inflación del 3%; en 2002 se señala que esta meta se va a mantener en años subsecuentes. Adicionalmente, se considera un intervalo de variabilidad de más/menos un

---

<sup>7</sup> En el mecanismo de transmisión propuesto por los Poskeynesianos el dinero también es endógeno, pero esto no lo analizamos aquí.

<sup>8</sup> Ver Schmidt-Hebbel y A. Werner (2002), y Política Monetaria, *Informe sobre el primer semestre de 2001*, Banco de México, septiembre, 2001.

punto porcentual alrededor del objetivo del 3% ( $3\pm 1\%$ ) y a partir del 21 de enero de 2008 se adopta como objetivo operacional a la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”) en sustitución del saldo sobre las cuentas corrientes que la banca comercial mantiene en el Banxico, objetivo conocido como “el corto”.<sup>9</sup> La estabilidad de precios se va a lograr cuando las expectativas de inflación de los agentes económicos coincidan, tanto con la inflación efectiva como con la meta de inflación establecida por las autoridades monetarias, es decir, cuando:  $P^e = P = 3\pm 1\%$ .

En el marco de la nueva política monetaria se considera que la mejor contribución del banco central es estabilizar los precios y que esto va a contribuir a reducir la variabilidad del producto en relación a su nivel potencial. Se trata de determinar una tasa de interés óptima a través de una regla, como la regla de Taylor (1993), que de acuerdo con autores como Mankiw (2006), parece describir el manejo de tasas de interés en varios países desarrollados como Estados Unidos.

Por otra parte, respecto a la política fiscal, en la Nueva Síntesis Neoclásica hay escepticismo sobre los efectos de dicha política, basado en argumentos como: **1)** la equivalencia ricardiana,<sup>10</sup> **2)** los rezagos en el diseño e implementación de la política fiscal: si hay recesión corta la medida puede llegar tarde; **3)** la política fiscal, más que la monetaria, se enfrenta a limitaciones políticas. En suma, se considera que para lograr la estabilidad macroeconómica se requiere de finanzas públicas sanas.

## EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las autoridades monetarias del Banco de México están convencidas de que su mejor contribución es estabilizar los precios, condición que consideran necesaria

---

<sup>9</sup> Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés. Anexo 3 del *Informe sobre Inflación Julio-Septiembre de 2007*, Banco de México.

<sup>10</sup> El teorema de la equivalencia ricardiana establece que no hay diferencia entre sí; el gobierno vende bonos o aumenta impuestos para financiar su gasto. La venta de bonos de gobierno pone un peso sobre el sector privado involucrando impuestos futuros en orden de asegurar un pago de interés (los bonos no son a perpetuidad). Si el sector privado toma en cuenta la carga que tendrán en el futuro estos impuestos, los bonos de gobierno no serán considerados como riqueza neta, dado que los impuestos futuros serán descontados y su valor presente va a compensar exactamente el valor de los bonos vendidos (Mankiw, 2006: 790).

para impulsar el crecimiento económico, idea que tiene sus orígenes en la corriente monetarista. Por lo tanto, la política monetaria que se ha aplicado en México, sobre todo a raíz de la crisis de diciembre de 1994 a la actualidad, ha tenido un carácter predominantemente restrictivo. El Banxico se ha propuesto generar credibilidad entre los agentes económicos en relación a su objetivo de controlar la inflación, tarea que ha desempeñado de manera eficiente, dado que la tendencia de la inflación ha sido descendente durante el periodo de 1995 a 2009;<sup>11</sup> sin embargo, dicha política ha generado un alto costo para la sociedad.<sup>12</sup>

En el esquema de metas de inflación se utiliza como instrumento principal de la política monetaria a la tasa de interés. El análisis del mecanismo de transmisión incluye diferentes canales. En la literatura económica ortodoxa normalmente se abordan cuatro canales;<sup>13</sup>

- I. El canal de la tasa de interés.
- II. El canal del tipo de cambio.
- III. El canal de precios de otros activos.
- IV. El canal del crédito.

Como se observa en el Cuadro 1, los canales anteriores están incorporados en el mecanismo de transmisión que propone el Banco de México, que también incluye el canal de expectativas, que juega un papel fundamental si se considera la intención de las autoridades monetarias de generar credibilidad entre los agentes económicos. Un aspecto importante es que en la teoría macroeconómica no hay un modelo único que incorpore todos estos canales. El mecanismo de transmisión y sus distintos canales se asocia con: *i*) el desarrollo de las distintas corrientes macroeconómicas; *ii*) los resultados obtenidos a nivel empírico; *iii*) la madurez y profundidad de los mercados financieros y de capitales en distintos países, y el entorno institucional en que operan dichos mercados. “La relevancia de los canales descritos varía de un país a otro, y dentro de un mismo país fluctúan con relación a los cambios que se experimentan en materia de regulación

---

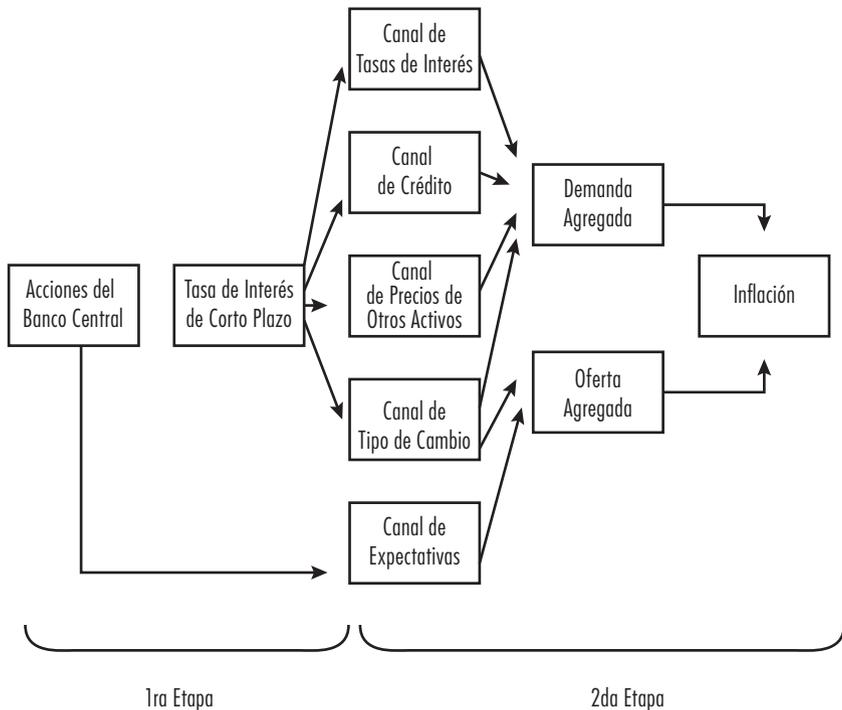
<sup>11</sup> La variación de los precios en la crisis de 1995 fue de 52%, comparado con un aumento de precios de 6.53 y 3.57% en 2008 y 2009, años en los que se manifiesta la crisis financiera internacional en nuestro país.

<sup>12</sup> “Estabilidad de precios como prerrequisito indispensable del crecimiento económico: la miopía de la política monetaria en México genera costos”, León (2010: 40). *El Observatorio Económico de México*, revista electrónica de la UAM, núm. 2, vol. 1, pp. 39-44, enero de 2010. <http://observatorio.azc.uam.mx>

<sup>13</sup> Ver Mishkin (1995).

al sistema financiero, políticas monetarias y cambiarias, aperturas comerciales, organización industrial, el poder político de los diferentes grupos económicos, etcétera” (Ascencio, 2005: 270). En realidad no hay consenso sobre cómo el dinero ejerce su influencia en el sistema económico; para autores como Bernanke y Gertler (1995), el análisis empírico de los efectos de la política monetaria ha tratado el mecanismo de transmisión monetaria como si fuera una “caja negra”.

Cuadro 1. Mecanismo de transmisión de la política monetaria



Fuente: “Efectos de la política monetaria en la economía”, Banco de México, 2008.

La explicación resumida de los cuatro canales anteriormente señalados se encuentra en Mishkin (1995); aquí nos interesa plantear el mecanismo de transmisión de una política monetaria de carácter contractivo tomando como referencia a México.<sup>14</sup> En el caso de nuestro país, las acciones del banco central

<sup>14</sup> La exposición que realizamos aquí del canal de la tasa de interés y del canal del tipo de cambio se basa en un trabajo anterior, ver León León (2007).

van a afectar a la tasa de fondeo bancario que como se observa en el Cuadro 1, es la tasa de interés de corto plazo. Un aumento en la tasa de fondeo bancario se traducirá en el mercado de dinero en un aumento en la tasa de interés, que pasa de  $i_0$  a  $i_1$ , esto a su vez genera una reducción en la demanda de dinero de los agentes económicos ( $\nabla M^d$ ); por lo tanto, el Banxico ajusta la oferta de base monetaria ( $\nabla M^s$ ) al nivel correspondiente a la nueva demanda, de forma tal que se siga manteniendo el equilibrio del mercado de dinero, sólo que ahora con una tasa de interés más alta  $i_1$ . “La tasa de interés afecta la evolución de las expectativas de inflación, que a su vez también influyen sobre la determinación de las propias tasas, reforzando el efecto de las acciones tomadas por el Banco Central” (Martínez, Sánchez y Werner, 2001: 35).

El ascenso en la tasa de interés provoca una reducción del gasto de los sectores sensibles a dicha tasa, entre los que se encuentran los gastos de inversión de los empresarios ( $I$ ), la vivienda y el gasto de consumo en bienes duraderos ( $C$ ), dado que la tasa de interés representa el precio pagado por el dinero prestado durante un periodo. Hasta aquí hemos hecho referencia a los efectos del endurecimiento de la política monetaria en lo que se refiere a los componentes del gasto interno de la demanda agregada, y como se observa en el primer canal (I) del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el decremento de la inversión hace que se genere un desequilibrio entre la inversión y el ahorro ( $S$ , que es la suma del ahorro interno y el ahorro externo), lo que implica que la demanda agregada sea ahora menor que la oferta agregada ( $DA < SA$ ), con lo que se reduce tanto el nivel de la tasa de inflación como la tasa de crecimiento del producto ( $Y$ ) y del empleo ( $N$ ).

$$\text{I) } \Delta i \rightarrow \nabla M^d = \nabla M^s \rightarrow \nabla I, \nabla C \rightarrow I < S \text{ y } \therefore DA < SA \rightarrow \nabla P, \nabla Y, \nabla N.$$

El segundo canal (II) de transmisión de la política monetaria hace referencia a la importante relación que se va a establecer entre la tasa de interés y el tipo de cambio. En un artículo anterior analizamos que a raíz de la crisis económica de finales de 1994, la Comisión de Cambios establece un régimen cambiario de tipo de cambio flexible, que en la realidad normalmente ha funcionado como un régimen de flotación intervenida.<sup>15</sup> Como veremos, bajo un régimen de libre flotación, el tipo de cambio está estrechamente ligado a las acciones emprendidas en materia de política monetaria. Considerando la competencia

---

<sup>15</sup> Ver León (2008).

internacional por atraer flujos de capital, las autoridades monetarias de nuestro país se van a preocupar de que la tasa de interés interna sea mayor que la tasa de interés externa ( $i^*$ ); el margen sobre la tasa externa debe de cubrir la variación cambiaria ( $\frac{\Delta E}{E}$ ) y el riesgo país ( $i_r$ ).<sup>16</sup> Lo anterior se puede plantear conforme a la ecuación de la paridad de las tasas de interés, como:  $i > i^* + \left(\frac{\Delta E}{E}\right) + i_r$ .

Por lo tanto, para que nuestro país resulte atractivo a la inversión extranjera indirecta o de cartera, el rendimiento obtenido en activos internos como Cetes, Bondes y Udibonos debe de ser mayor al rendimiento obtenido en la compra de activos externos, como los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Por lo que, dada la tasa de interés externa y la tasa de riesgo país, el ascenso en la tasa de interés implica que se amplíe el margen entre el rendimiento obtenido en la inversión de activos internos en relación al que se obtiene en la compra de activos externos.

$$\text{II) } \Delta i \rightarrow i > i^* + \frac{\Delta E}{E} + i_r \rightarrow q_0^d < q_0^s \rightarrow \Delta IE \rightarrow \nabla E \rightarrow \Delta AI$$

En consecuencia, los agentes económicos reducen su demanda de activos internacionales y aumentan la demanda de activos internos. El aumento en la demanda de bonos internos implica en el mercado cambiario una caída en la demanda de dólares y un incremento en la demanda de pesos. La mayor captación de recursos del exterior hacia el país se ve reflejada en un incremento en la inversión extranjera ( $\Delta IE$ ) y en consecuencia, la oferta de dólares va a ser mayor que la demanda de dólares ( $q_0^s > q_0^d$ ), el tipo de cambio se aprecia ( $\nabla E$ ) y aumentan las reservas internacionales ( $\Delta AI$ ). En resumen, la mayor captación de recursos externos permite que se siga manteniendo un tipo de cambio sobrevaluado y que las reservas internacionales se sigan manteniendo en niveles históricos.

Por otro lado, de acuerdo con la teoría de la paridad del poder de compra, para un nivel dado de precios externos como  $P_0^*$ , la apreciación cambiaria juega un papel primordial en el control de los precios ( $\nabla P = \nabla EP_0^*$ ). De lo anterior se deduce que, como ya lo han mostrado autores como Bailliu, Garcés Díaz, Kruger y Messmacher (2003), la evolución del tipo de cambio continúa siendo un factor muy importante para explicar la inflación.

---

<sup>16</sup> El riesgo país se puede definir como el promedio mensual de la diferencia entre el rendimiento del bono del gobierno mexicano a 30 años (UMS26) y el rendimiento del Bono del Tesoro de Estados Unidos a 30 años.

Otro aspecto fundamental del segundo canal (II) de transmisión es la relación que se establecerá entre el tipo de cambio y las exportaciones netas. La apreciación cambiaria ( $\nabla E$ ) se traducirá en una apreciación del tipo de cambio real<sup>17</sup> ( $\nabla R$ ) que abarata las importaciones ( $\Delta IM$ ) y encarece las exportaciones ( $\nabla X$ ), lo que deteriora el saldo de la balanza comercial ( $\nabla XN$ ). Por lo tanto, a través de este canal la demanda agregada también se ve reducida, lo que implica una menor presión sobre los precios.<sup>18</sup>

$$\text{II) } \nabla E \rightarrow \nabla R \rightarrow \Delta IM, \nabla X \rightarrow \nabla XN \text{ y } \therefore DA < SA \rightarrow \nabla P, \nabla Y, \nabla N.$$

El tercer canal (III) de transmisión de la política monetaria se asocia al precio de otros activos, concepto que ha sido señalado sobre todo por los monetaristas como Meltzer (1995); de acuerdo con Mishkin (1995), si se supone que los agentes económicos además de mantener activos financieros mantienen activos reales, los incrementos en las tasas de interés de corto plazo hacen más atractivos los bonos y disminuyen la demanda por acciones por ello el valor de mercado de las empresas disminuye. Si se reduce el valor de las empresas, éstas enfrentan mayores dificultades para la obtención de financiamiento, que obstaculiza la realización de nuevos proyectos de inversión y afectan a la demanda agregada y a los precios.

Otro impacto de las variaciones de la tasa de interés es el canal del crédito; a través de este canal se considera cómo las acciones del banco central afectan las decisiones de crédito de los bancos comerciales y cómo éstos tienen que considerar su estructura de activos y pasivos. Por lo tanto, una política monetaria de carácter contractivo se debe reflejar en el aumento de las tasas de interés activas que cobran los bancos comerciales, con lo que resultan afectadas las empresas y los agentes que dependen del financiamiento bancario para consumo e inversión que genera una reducción en la demanda agregada. De manera

---

<sup>17</sup> Se define como el tipo de cambio nominal frente al dólar norteamericano, multiplicado por la relación entre el índice de precios externo (el de Estados Unidos) y el índice de precios interno (Índice Nacional de Precios al Consumidor de México).

<sup>18</sup> Otra forma en que el tipo de cambio puede afectar el nivel de precios es a través de la oferta agregada. Los movimientos en  $E$  afectan directamente el costo de los insumos importados, por lo que las empresas pueden intentar transferir al consumidor dichos costos a través del precio de venta, implicando un desplazamiento en la curva de oferta agregada, ver Schwartz Rosenthal y Torres García, 2000: 7 y 8.

similar, una política monetaria laxa debería de reflejarse en el mejoramiento de las condiciones de crédito de los bancos comerciales a las empresas y a las familias. Sin embargo, en México el canal de crédito enfrenta una restricción muy importante en el sentido de que el sistema de banca comercial no es un mercado competitivo, es una estructura oligopólica, motivo por el que las decisiones de las autoridades monetarias no necesariamente se verán reflejadas en las condiciones bajo las cuales otorga crédito la banca comercial. Por lo anterior, es urgente que el gobierno tome medidas contundentes ante la estructura oligopólica del sistema bancario.

Como se puede deducir del análisis anterior, el aumento en la tasa de fondeo bancario (o su reducción) modifica los precios relativos tanto de los mercados financieros como del sector real de la economía. Las dos variables que juegan un papel fundamental en los canales de transmisión de la política monetaria son la tasa de interés y el tipo de cambio; los resultados obtenidos en el primer canal de transmisión son reforzados tanto por el segundo como por el tercer canal, lo hace que se ajusten hacia la baja las expectativas de inflación de los agentes económicos. Sin embargo, la reducción de la inflación que se obtiene a través de los distintos canales es acompañada por una caída tanto en los niveles de actividad económica como en la generación de empleo, que genera un costo social para la economía.

De acuerdo con el esquema actual de metas de inflación el Banco de México utiliza como instrumento principal de la política monetaria a la tasa de interés. Sin embargo, como analizamos antes, en realidad usa tanto a la tasa de interés de corto plazo como al tipo de cambio, lo anterior es muy claro si consideramos que ante la crisis financiera internacional de 2008 y 2009, la Comisión de Cambios<sup>19</sup> intervino de manera agresiva en el mercado cambiario con el fin de evitar mayores presiones sobre el tipo de cambio que generaran alzas en la tasa de inflación. En efecto, como se puede observar en el Cuadro 2, la subasta de dólares realizada durante el periodo del 8 de octubre de 2008 al 30 de septiembre de 2009 ascendió a 30,913 millones de dólares, lo que representó, de acuerdo con datos del Banco de México, cerca del 37% de la reserva internacional acumulada a diciembre de 2008.

---

<sup>19</sup> Integrada por el secretario y subsecretario de Hacienda y Crédito Público, otro subsecretario de dicha dependencia que designe el titular de ésta, el gobernador del Banco y dos miembros de la Junta de Gobierno que el propio gobernador designe, ver Artículo 21 de la *Ley del Banco de México*.

Cuadro 2. Subasta de dólares

	<i>Montos en millones de dólares</i>
Sin precio mínimo	10,250
Con precio mínimo	7,828
Ventas extraordinarias	11,000
Intervención directa	1,835
Total	30,913

Fuente: Banco de México.

Lo anterior significa que la política cambiaria está supeditada a la política monetaria y que el banco central está dispuesto a sacrificar reservas internacionales con el fin de conseguir su objetivo de controlar la inflación. Por lo que, como señalan Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010), los bancos centrales en pequeñas economías abiertas deben reconocer que la estabilidad del tipo de cambio es parte de su función objetivo.

También ha jugado un importante papel para reducir la tasa de inflación, y que no se considera de manera explícita en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, es el control de los incrementos al salario nominal. Los ajustes al salario nominal realizados en los contratos salariales de los trabajadores normalmente son menores o iguales a las expectativas de inflación, lo que afecta al salario real, acentuando el deterioro del mercado laboral.

Por otra parte, la recuperación económica que se ha observado en lo que va de 2010 se asocia obviamente a la reactivación de la economía de Estados Unidos, dada la alta dependencia de nuestro país hacia esa nación. Sin embargo, se trata de una recuperación extremadamente desequilibrada en el sentido de que: hay un rebote en los mercados accionarios, no hay bases sólidas para invertir en renta variable y los mercados reales son muy frágiles. Las actividades especulativas no hacen más que agravar la situación de los mercados, con el resultado de que la riqueza se sigue concentrando en unos cuantos. Una cifra que refleja parte de la situación anterior es que, de acuerdo con datos del Banxico, en México de 2008 a 2009, la Inversión Extranjera Directa se contrae 51% (de 23.2 mil millones de dólares a 11.4 mmd), mientras que la inversión financiera aumentó de 4.8 mil millones de dólares a 15.2 mil millones en 2009.

## CONCLUSIONES

El ascenso en la tasa de fondeo bancario de corto plazo, junto con la apreciación del tipo de cambio real, se convierten en los dos instrumentos de control de las autoridades monetarias, lo que genera un proceso de ajuste que se traduce en cambios en los precios relativos. En una primera etapa los ajustes afectan al mercado financiero, la variación en la tasa de interés de referencia modifica la estructura de las tasas de interés de corto y de largo plazos, lo que aunado a la variación del tipo de cambio y el impacto sobre el precio de los títulos financieros, genera un proceso de propagación que afecta a los mercados del sector real de la economía, alterando la riqueza real de los agentes económicos e impactando de manera negativa al mercado interno. Por lo tanto, la política monetaria sí influye en el comportamiento tanto de las variables nominales como de las variables reales.

Las altas tasas de interés internas atraen inversión extranjera especulativa, con lo que el tipo de cambio se mantiene sobrevaluado, lo que favorece a la inflación, y el Banco de México acumula divisas. Sin embargo, este tipo de política que promueve la estabilidad macroeconómica, sobre todo en lo que se refiere al funcionamiento de los mercados financieros y de capitales, tiene efectos recesivos sobre el sistema económico, dado que genera un impacto negativo en la inversión productiva y se estimula la compra de importaciones, lo que es contraproducente a la generación de empleo.

Ante la gravedad de la crisis financiera internacional de 2008, que tuvo su epicentro en Estados Unidos, los gobiernos de distintos países se vieron en la necesidad de intervenir en el sistema económico aplicando políticas económicas de carácter expansivo, con lo que reviven las políticas keynesianas en un intento de estabilizar las economías. Sin embargo, en el caso de nuestro país, el gobierno encabezado por el presidente Felipe Calderón continúa aplicando medidas inspiradas en la Nueva Síntesis Neoclásica, que constituye la versión moderna de las ideas del neoliberalismo económico de la década de los setenta; bajo este enfoque teórico la política fiscal juega un papel muy limitado, mientras que la política monetaria tiene como objetivo central mantener la estabilidad de los precios y con este propósito el Banco de México interviene en el mercado de dólares, por lo que la política cambiaria queda supeditada a la política monetaria.

## BIBLIOGRAFÍA

- Ascencio Pérez, Iris, “Un análisis sobre los canales de transmisión de la política monetaria en México”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, Miguel Ángel Porrúa, UNAM-FES Acatlán-Cámara de Diputados, 2005, pp. 265-293.
- Correa, Eugenia, “Reforma financiera en México”, en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, México, Miguel Ángel Porrúa, T. IV, 2004, pp. 141-180.
- Bailliu, J., D. Garcés Díaz, M. Kruger y M. Messmacher, “Explicación y predicción de la inflación en mercados emergentes: el caso de México”, en documento núm. 2003-3, Serie *Documentos de Investigación del Banco de México*, Dirección General de Investigación Económica, febrero, 2003.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler, “Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, en *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, num. 4-Fall, 1995, pp. 27-48.
- Blanchard, Olivier, *Macroeconomía*, 4ª ed., España, Pearson Prentice Hall, Traduc. Esther Rabasco Espáriz, 2006.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro, “Rethinking Macroeconomic Policy”, en *International Monetary Fund*, 12 February 2010, pp. 1-18.
- Cantillon, R., *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*, México, FCE, 1ª reimpresión en español, 1978 (1755).
- Clarida, Richard, Jordi Galí y Mark Gertler, “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, en *Journal of Economic Literature* 37, 1999, pp. 1661-1707.
- Frisch, Ragnar, “Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics”, en *Economic Essays in Honor of Gustav Cassel*, Gran Bretaña, Ed. Frank Cass and Co. London, 1933.
- Friedman, M., “The Role of Monetary Policy”, en *American Economic Review*, March 1968, num. 58, pp. 1-17.
- Goodfriend, Marvin y Robert G. King, “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, en *NBER Macroeconomics Annual* 12, 1997, pp. 231-283.
- Hawtrey, Ralph G., “El ciclo económico”, en Victor L. Urquidi, *Ensayos sobre el ciclo económico*, traduc. al español, México, Fondo de Cultura Económica, 1949 (1928).

- Hayek, F. A., *Prices and Production*, Great Britain, University of London, 1932 (1931).
- Hume, D., “Of Money”, en *Money and Banking*, A.A. Walters, Harmondsworth: Penguin, 1752.
- León León, Josefina, “La estabilidad macroeconómica en México y el papel del mecanismo de transmisión de la política monetaria”, en *Análisis Económico*, núm.51, México, UAM-Azcapotzalco, Tercer Cuatrimestre de 2007, pp. 29-58.
- \_\_\_\_\_, “El observatorio económico de México”, en *Revista Electrónica de la UAM*, núm. 2, vol. 1, enero de 2010, disponible en: <<http://observatorio.azc.uam.mx>>.
- \_\_\_\_\_, “La mano invisible del mercado y la intervención del gobierno en la evolución de las políticas monetaria y cambiaria: el caso de México durante el periodo 1995-2005”, en *Análisis Económico*, núm. 53, México, UAM-Azcapotzalco, Segundo Cuatrimestre de 2008, Vol. XXIII, pp. 111-142.
- Ludlow Wiechers, Jorge y Josefina León León, “Efectos de la política monetaria sobre los precios, la producción y el empleo: México, 1986-2005”, en *Investigación Económica*, vol. LXVII, 266, octubre-diciembre de 2008. pp. 95-134.
- Keynes, J. M., *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, FCE, 1984 (1936).
- Mankiw, Gregory, *Macroeconomía*, España, Antoni Bosch, 2006.
- Martínez, L., O. Sánchez y A. Werner, “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”, en *Serie Documentos de Investigación del Banco de México*, Dirección General de Investigación Económica, documento núm. 2001-2, marzo, 2001.
- McCallum, Bennett T. y Edward Nelson, “An Optimizing IS-LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis”, en *Journal of Money, Credit and Banking*, num. 31, 1999, pp. 296-316.
- Meltzer, Allan H., “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, num. 4-Fall, 1995, pp. 49-72.
- Mishkin, Frederic S., “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, num. 4-Fall, 1995, pp. 3-10.
- Poole, William, “Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model”, en *Quarterly Journal of Economics* 84, 1970, pp. 197-216.
- Patinkin, D., *Money, Interest and Prices*, USA, Massachusetts Institute of Technology, 1989 (1965).

- Romer, David, “Keynesian Macroeconomics without the LM Curve”, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, num. 2-Spring 2000, pp. 149-169.
- Schwartz Rosenthal, M. J. y A. Torres García, “Expectativas de inflación, riesgo país y política monetaria en México”, en Serie *Documentos de Investigación del Banco de México*, documento núm. 2000-6, Dirección General de Investigación Económica, diciembre 2000.
- Schmidt-Hebbel, K. y A. Werner, “Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate”, en Central Bank of Chile, Working Paper, num. 171, July 2002.
- Snowdon, B. y H. R. Vane, *Modern Macroeconomics. Its Origins, Development and Current State*, Massachusetts, USA, Edward Elgar Publishing Limited, 2005.
- Svensson, Lars E. O., “Open Economy Inflation Targeting”, en *Journal of International Economics*, num. 50, 2000, pp. 117-153.
- Taylor, John B., “Discretion versus Policy Rules in Practice”, en *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 1993, pp. 195-214.
- Walsh, Carl E., *Monetary Theory and Policy*, London, England, the MIT Press, 2003.
- Woodford, Michael, *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, USA, Princeton University Press, 2003.