

ORGANIZACIÓN INSTITUCIO-
NAL DE LA POLÍTICA
MONETARIA Y CRECIMIENTO
EN MÉXICO EN LOS ALBORES
DEL SIGLO XXI¹

*Santiago Capraro**
*Carlo Panico***

* Facultad de Economía, UNAM

** Facultad de Economía, UNAM

RESUMEN

El trabajo presenta una revisión teórica e histórica de los elementos que componen la organización institucional del Banco de México y sus consecuencias sobre la política monetaria, cambiaria, así como su efecto sobre el crecimiento económico. Especial énfasis se pone en el análisis de los distintos significados del concepto de independencia al estudiar el desenvolvimiento de un banco central. Se destaca la independencia que tiene Banco de México para elegir su objetivo de inflación. Además, se enfatiza la falta de compromiso del organismo monetario con el crecimiento económico. El escrito analiza la política cambiaria que se ha llevado adelante en México en los últimos 20 años y concluye que la misma coadyuva al control de la inflación, pero afecta de forma negativa al crecimiento económico. Finalmente, se realiza un análisis de la evolución del control de la base monetaria y se plantean distintos cursos de acción que se podrían llevar adelante en coordinación con la política fiscal para impulsar la inversión pública.

1 Los autores agradecen los comentarios de Jaime Ros y Luis Monroy-Gómez-Franco a una versión previa de este trabajo. De la misma, el trabajo se enriqueció por las críticas recibidas en las presentaciones que se realizaron en el Programa Universitario de Estudios del Desarrollo de la UNAM y en el Segundo Congreso Internacional Economía, Crecimiento y Desarrollo en la Facultad de Ciencias Sociales, Campus III, de la Universidad Autónoma de Chiapas. Contacto con los autores: santiago.capraro@gmail.com, panico@unina.it

1. *Introducción*

Desde 1993, con la reforma de la Constitución y la aprobación de la nueva Ley Orgánica, la política monetaria del Banco de México ha ido convergiendo hacia un régimen de metas de inflación (RMI). El anuncio oficial de su adopción se hizo en el Programa Monetario de 2001. Según los documentos del Banco, en este régimen la política monetaria ha producido resultados satisfactorios en términos de asignación de recursos, crecimiento, empleo e ingresos (véase Banco de México, 2008, p. 16). Esta afirmación ha generado controversias. Una parte de la literatura² ha polemizado sobre el rol que la política monetaria adjudica a la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda y ha negado que los resultados obtenidos sean satisfactorios para toda la economía en su conjunto.

El objetivo de este ensayo es evaluar la organización institucional y la conducción de la política monetaria llevada a cabo por el Banco de México. El análisis comienza suponiendo que los bancos centrales son entidades técnicas, pero también “actores políticos” en la vida de un país. Es decir, guían y motivan su actuación teniendo en cuenta que participan en relaciones complejas de poder con la industria financiera –que en México es principalmente foránea–, los electores –que son un grupo con intereses heterogéneos–, y los partidos políticos que ambicionan dirigir el Estado.

Partiendo de esta perspectiva el ensayo argumenta que la actuación del Banco de México, desde la modificación de la carta orgánica en 1993, ha favorecido la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, pero ha generado bajo crecimiento, fragilidad de la estructura productiva y ha empeorado la restricción externa de la economía, es decir ha producido una menor capacidad de crecimiento en condiciones de equilibrio de la balanza de pagos. La conclusión es que en el largo plazo, en ausencia de un cambio en la acción de política monetaria, las condiciones de la economía

2 Véase Ros, 2013; Galindo y Ros, 2008; Mántey G., 2009; Capraro y Perrotini, 2012.

pueden generar un círculo vicioso que hará insostenible el control de la inflación y la defensa de la economía nacional de ataques especulativos.

Para realizar este cambio es necesario introducir reformas institucionales que permitan implementar políticas públicas que puedan generar efectos positivos sobre la competitividad internacional de la economía a través de la inversión pública. Además, es necesario identificar recursos que permitan financiar las políticas públicas requeridas sin influir negativamente en el control de los agregados monetarios y en la confianza que los operadores otorgan al banco central. El ensayo argumenta que el Banco tiene márgenes de discrecionalidad en el control de la emisión monetaria, márgenes que utiliza para buscar el consenso de las instituciones financieras y que podría utilizar para impulsar el crecimiento y fortalecer la estructura productiva.

El ensayo está organizado de la manera siguiente. Las secciones 2, 3, 4 y 5 consideran la organización institucional de la política monetaria y la coordinación con la política fiscal. La sección 6 analiza la conducción de la política cambiaria y su papel en los objetivos de la política del Banco de México. La sección 7 considera los márgenes de discrecionalidad que el Banco tiene para controlar la emisión monetaria, evaluando si estos márgenes se podrían utilizar para impulsar el crecimiento y fortalecer la estructura productiva. La sección 8 presenta las principales conclusiones del ensayo y algunas implicaciones.

2. La posición del Banco de México sobre el RMI

Los documentos oficiales del Banco justifican la elección del RMI con la presunción que 'la política monetaria no puede estimular en forma directa y sistemática a la actividad económica y al empleo' (Banco de México, 2008, p. 4). Los documentos reconocen que 'el objetivo fundamental de las políticas públicas es contar con una economía que crezca más rápido y de manera sostenida' (p. 18) y sostienen que 'para promover

el crecimiento económico sostenido, la mejor contribución que la política monetaria puede hacer es concentrarse en la estabilidad de los precios' (p. 5). El documento indica que en las últimas décadas 'se ha venido conformando un consenso en el mundo' (p. 5) sobre esta postura, la cual concuerda con la del Nuevo Consenso en Macroeconomía, y que esta forma de conducir la política monetaria ha producido resultados satisfactorios en términos de asignación de recursos, crecimiento, empleo y distribución del ingreso (p. 16).

Estas afirmaciones del Banco de México han sido fuente de controversias por sus contenidos teóricos y por la evaluación de los resultados obtenidos. Desde el punto de vista teórico, el conocimiento disponible no justifica la confianza depositada en estas afirmaciones, las cuales, sin embargo, han dominado la retórica de la política económica de las últimas décadas.³ Respecto a los resultados obtenidos, la literatura ha criticado las conclusiones del Banco y su posición sobre la posibilidad de usar las políticas públicas para influir en el producto potencial y la estructura productiva.

3 Samuelson (1966) concluye que los modelos neoclásicos de equilibrio general que consideran el capital en forma agregada y lo representan como una sola magnitud no permiten justificar que se tenga confianza en estas creencias. Por otro lado, Hahn (1971) rechaza resolutivamente el intento de Friedman (1969) de respaldar la vigencia de dichas creencias usando el modelo de equilibrio general que no considera el capital en forma agregada y no lo representa como una sola magnitud. Según Hahn (1971, p. 62), que fue uno de los autores que contribuyó a desarrollar este modelo en forma axiomática y a resolver el problema de "existencia" de sus soluciones, los supuestos en que se basa este modelo son excesivamente restrictivos para confirmar las aseveraciones de Friedman que el dinero es neutral, que la política monetaria no puede influir en el nivel del PIB potencial y que la economía en que vivimos tiende a moverse hacia una posición de pleno empleo correspondiente a la "tasa natural de desempleo". En la actualidad la literatura no ha logrado resolver el problema de la "estabilidad" de las soluciones del equilibrio de este modelo (véase Fisher, 1983), a pesar del intenso trabajo de investigación realizado. Las complicaciones y el fracaso de esta línea de investigaciones nos debe llamar la atención acerca de la confianza depositada en las parábolas que de ella se desprenden.

Los documentos del Banco (Banco de México, 2009, p. 74) presumen que el PIB potencial de la economía converge hacia un nivel, determinado por el lado de la oferta, consistente con la “tasa de desempleo que no acelera la inflación” (NAIRU, por sus siglas en inglés). Además, suponen que las políticas gubernamentales tienden a generar inflación e ineficiencias en la asignación de recursos (véase Banco de México, 2008, pp. 7 y 10), en lugar de incrementar el producto potencial, fortalecer la estructura productiva y reducir la restricción externa de la economía. Según una opinión desarrollada en los medios de comunicación, las políticas gubernamentales son influidas por intereses electorales u otras presiones provenientes de la sociedad y tienden a aumentar los niveles de corrupción existentes (Krueger, 1974). Para evitar estos problemas, desde los años 1990 muchos países han introducido reglas fiscales, como la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria introducida en México en 2006 y reformada en el 2013, que inhiben el uso discrecional de la política fiscal. En cambio, la organización institucional de la política económica otorga amplia discrecionalidad a la política monetaria, que la pone en práctica un banco central que goza de un alto grado de independencia.

Dada la relevancia de la organización institucional en el debate sobre los resultados de las políticas públicas es relevante profundizar su aplicación en el caso de la realidad mexicana.

3. Independencia y objetivos del Banco de México

Los documentos del Banco resaltan que la Constitución y la Ley Orgánica establecen que la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda es la finalidad prioritaria (aunque no única) de la política monetaria y subrayan que estas normas han reforzado la autonomía del banco central que le permiten perseguir con eficacia este objetivo. El documento “Semblanza histórica”⁴ afirma que la autonomía implica que el monto

4 Disponible en www.banxico.org.mx/acerca-del-banco-de-mexico/semblanza-historica.html

de base monetaria en circulación sólo debe depender de las decisiones de la Junta de Gobierno del Banco y que las leyes otorgan esta autonomía, estableciendo que ninguna autoridad podrá ordenar a la Junta la concesión de financiamiento y que la formación, duración, remoción y remuneración de los miembros de la Junta no deben afectar sus decisiones técnicas. Finalmente, el documento precisa que el Banco puede implementar, cuando lo considera oportuno y necesario ‘sus propias medidas encaminadas específicamente a contrarrestar la contracción de la actividad económica’.

Es interesante detenernos en ciertos aspectos de la Ley Orgánica. En primer lugar, las exposiciones de motivos que acompañan la reforma de la Ley Constitucional y la sucesiva Ley Orgánica muestran que, para el legislador, la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda no es un fin en sí mismo, sino una condición para lograr los objetivos de desarrollo y equidad.⁵ En segundo lugar, las normas vigentes otorgan al Banco de México varias formas de independencia, entre las cuales existen al menos tres tipos, la “independencia del personal”, la “financiera y adminis-

5 Esta parte de la exposición de motivos recuerda que debe existir sintonía entre los objetivos de las políticas públicas y aquellos establecidos en la Constitución. En otras secciones, en cambio, se refleja la visión del Consenso de Washington que el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial trataron de aplicar en los países emergentes. En Guatemala, las dos instituciones fueron encargadas de escribir la reforma monetaria. En aquellos años ambas argumentaban que la literatura había identificado la existencia de una correlación entre el grado de independencia de los bancos centrales y la tasa de inflación. Sin embargo, las contribuciones de Posen (1993; 1995) han mostrado que esta correlación pierde validez si el análisis econométrico toma en consideración otros elementos, como el peso de la industria financiera en la economía, que pueden influir en la tasa de inflación y en la atribución de independencia al banco central.

trativa” y la “técnica”,⁶ que se han otorgado a la mayoría de los bancos centrales en todos los países desde la primera guerra mundial.⁷

Otra forma de independencia que se puede otorgar a un banco central es “sobre la emisión monetaria”, que es la capacidad de controlar el monto de dinero en circulación sin interferencias de entidades políticas o económicas, nacionales o extranjeras. Los documentos del Banco otorgan gran relevancia a esta forma de independencia, afirmando que el banco central debe tener un ‘control ininterrumpido’ sobre el monto del dinero en circulación. Este control, sin embargo, depende de los determinantes de la variación de la base monetaria a través de los dos canales internos, para la financiación de las instituciones de crédito y del sector público, y del canal externo.

6 La “independencia del personal”, es la capacidad de los órganos directivos del Banco de México de resistir a las presiones de los grupos políticos y económicos nacionales y extranjeros cuando toman decisiones de política monetaria. Los artículos 38-44 y 49-50 de la Ley Orgánica garantizan esta forma de independencia, disciplinando el nombramiento, la duración, remoción y remuneración de sus organismos rectores. La “independencia financiera y administrativa” es la capacidad de un banco central de financiar su actividad con recursos propios, en lugar de depender de transferencias del sector público u otras entidades que pueden condicionar la toma de decisiones de sus organismos directivos, y administrarlos siguiendo sus criterios. La “independencia técnica” es la capacidad de un banco central de manejar la política monetaria, tomando en cuenta su evaluación técnica, sin interferencias de entidades políticas o económicas, nacionales o extranjeras y considerando lo que es más conveniente para la sociedad y no para una parte de ella.

7 Los cambios que la financiación de la primera guerra mundial introdujo en los sistemas financieros reconocieron que la política monetaria es una actividad compleja que únicamente los técnicos especializados pueden conducir eficazmente. Los bancos de emisión se convirtieron en bancos centrales, asumiendo la responsabilidad de la conducción de esta política. Las autoridades políticas aprendieron a delegar su manejo a un grupo de técnicos competentes y las normas jurídicas, abriéndose a la discusión sobre la independencia que los organismos directivos necesitan para actuar en el interés de toda la sociedad, atribuyeron gradualmente a los mismos los tres tipos de autonomía antes mencionados (véase Sayers, 1976; Panico y Piccioni, 2016 y 2017). Todas las escuelas de pensamiento que han participado en los debates de política monetaria desde entonces, con la excepción del monetarismo, han reconocido esta necesidad.

Para fortalecer la capacidad de los bancos centrales de controlar el canal externo, los acuerdos de Bretton Woods procuraron disminuir los movimientos internacionales de capital. La política monetaria pudo coordinarse, con buenos resultados, con las otras políticas gubernamentales para obtener estabilidad, desarrollo y equidad. La ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, la liberalización financiera y la consecuente expansión del sector financiero internacional cambiaron el escenario. La capacidad de los bancos centrales de controlar el canal externo de creación-destrucción de la base monetaria y de orientar la política monetaria para la consecución de objetivos nacionales disminuyó. De esta forma, la emisión monetaria quedó expuesta a las decisiones de los operadores extranjeros, lo que hizo necesario aumentar la capacidad de los bancos centrales de controlar los canales internos, en particular el canal destinado a la financiación del sector público, con el fin de no exponer a la economía a ataques especulativos.

A diferencia de otros bancos centrales,⁸ el Banco de México goza de otra forma de independencia, que se relaciona con los “objetivos y prioridades” y que es la capacidad del banco central de establecer el nivel de las variables que representan los objetivos de la política monetaria (por ejemplo, la tasa de inflación) y de definir las prioridades entre distintos objetivos, cuando estos resultan contradictorios entre sí. La leyes vigentes no establecen que el Banco de México tiene esta prerrogativa, dejando indefinido quién y cómo operacionalizar los objetivos y las prioridades de la política monetaria. El Banco ha tomado estas decisiones

8 La reforma de la Ley Orgánica del Banco de Inglaterra fue aprobada en 1997 tomando como referencia la visión del Nuevo Consenso en Macroeconomía. Sin embargo, la sociedad inglesa rechazó la idea de atribuirle al banco central la independencia sobre objetivos y prioridades considerándola en contradicción con los principios de la democracia representativa. Después de cuatro años de intensa discusión la ley estableció que, si bien el banco central puede hacer propuestas aprovechando su conocimiento sobre el tema, las entidades democráticamente elegidas deben tomar las decisiones formales sobre objetivos y prioridades.

aprovechando el vacío legal, su conocimiento del tema y la ausencia de debate en la sociedad y en el poder legislativo sobre este aspecto.⁹

Desde 1995 el Banco tomó como meta de inflación la estimada en los pactos sociales firmados junto con el Gobierno. A partir de 2001 propuso el objetivo de inflación de forma autónoma. Respecto a las prioridades, los documentos del Banco de México (2013, p. 48) destacan que el compromiso de su política para mantener estable y baja la inflación ‘ha propiciado que los agentes económicos cuenten con expectativas más confiables sobre la trayectoria futura de la inflación al tomar sus decisiones de consumo, ahorro e inversión’ y ha contribuido a mejorar la eficiencia en la asignación de recursos. Los documentos deducen que, al cumplir con la meta de inflación, la economía alcanza su crecimiento potencial y no problematizan si la política económica puede mejorar los resultados obtenidos. Por tanto, no es necesario fijar prioridades porque los objetivos no son contradictorios.

La independencia de objetivos y prioridades no es una forma que tradicionalmente se otorgue a los bancos centrales (véase Panico y Rizza, 2003). Los ensayos de Kydland y Prescott (1977) y Rogoff (1985), fueron una referencia fundamental del Consenso de Washington y del Nuevo Consenso en Macroeconomía y analizaron la inconsistencia dinámica del comportamiento de las autoridades y los efectos positivos sobre el bienestar social de que un banquero central “conservador” esté a cargo de la política monetaria, es decir, un banquero que tiene un temor por la inflación más elevado que el elector mediano. Estos escritos abrieron la discusión sobre la atribución de este tipo de independencia.

Las reacciones de la literatura y de algunos bancos centrales a esta propuesta han sido categóricas. Varios autores han afirmado que el Nuevo Consenso realiza una representación equivocada del funcionamiento de las instituciones que deciden la política económica. Blinder (1997a;

9 Un caso similar ocurrió en Inglaterra en los años 1920 y 1930. Keynes (1932) lo comentó en un debate con el Partido Laborista sobre las formas de independencia otorgadas al Banco de Inglaterra (véase Panico y Piccioni, 2017).

1998) y Stiglitz (1998) niegan que la Reserva Federal tenga un sesgo inflacionario y sostienen que un banco central no puede dejar de lado el contexto político-institucional en el que actúa. En una sociedad democrática, argumenta McCallum (1996), si el banco central persigue sistemáticamente objetivos distintos del gobierno, aumenta la probabilidad que la autoridad política cambie las leyes que reglamentan los poderes de la autoridad monetaria.¹⁰ Tobin (1994) y Samuelson (1994) opinan que la postura de Rogoff viola los principios de la democracia representativa porque, con base en una idea abstracta de bienestar social, propone una organización institucional que sistemáticamente niega el valor de las preferencias de los electores, pasando así por alto que la democracia implica el respeto a sus procedimientos.¹¹ Finalmente Greenspan (1996), cuando era presidente de la Reserva Federal, afirmó que 'la independencia de la política monetaria está condicionada a la aplicación de políticas que sean ampliamente aceptables para el pueblo estadounidense y sus representantes en el Congreso'.

Es importante mencionar que la crisis económica y financiera global de 2008-2010 generó un nuevo debate acerca de cuáles deben ser los objetivos de los bancos centrales, tanto en países desarrollados como en economías en desarrollo. Rosengren (2014) analiza qué política es más eficiente si tener un objetivo único centrado en la inflación o un objetivo dual que implique alcanzar una meta de inflación y un nivel de empleo. Para ello estudia la actuación de los bancos centrales de Estados Unidos (EUA), Europa, Suecia e Inglaterra en el periodo 1997-2013. De la muestra de países señalados, el banco central de EUA (FED) tiene un objetivo dual; el Banco Central de Europa (BCE) y el de Inglaterra tienen un objetivo prioritario que es una meta de inflación y sujeto a su cumplimiento un objetivo

10 Kaldor (1970) también afirmó que las decisiones de política monetaria están afectadas por la necesidad de evitar que las autoridades políticas intervengan modificando los atributos de los bancos centrales.

11 Para otras referencias a este debate véase Panico y Rizza (2003) y Panico (2014, pp. 21-22).

secundario respecto al nivel de empleo; mientras que el Banco de Suecia tiene un objetivo único centrado en una inflación baja y estable. Rosengren (2014) analiza la evolución de la inflación y la tasa de empleo en estas economías. Los resultados alcanzados por el estudio son contraintuitivos para el autor. En tanto, la FED presenta los mejores resultados en términos de estabilidad y variabilidad de la inflación, mientras presenta los peores en relación con el desempleo.¹²

Rosengren (2014) analiza las políticas que siguieron estos bancos centrales durante la gran crisis económica-financiera de 2008-2010. A pesar de las diferencias en sus objetivos las políticas llevadas adelante son similares, desatancándose el pragmatismo evidenciado por estos bancos centrales y que Rosengren (2014) resume de la siguiente manera: “La buena noticia es que periodos de alta inflación no son un impedimento en estos países para realizar una política monetaria acomodaticia cuando la economía real se encuentra en una difícil situación, incluso si la inflación supera el 2% [como en el caso de Reino Unido]. ...Tal vez, la principal lección que se puede obtener de estos episodios es que, independientemente de la estructura formal de los bancos centrales, *todos nosotros somos bancos centrales con mandato doble ‘de corazón’*” [traducción y destacado en itálica propios] (p. 11).¹³ Finalmente, Rosengren (2014) destaca que si bien el pragmatismo es el principio último que guía a los bancos centrales para buscar estabilidad de precios y el pleno empleo, aquellos que tienen un mandato dual tienen una ventaja a la hora de comunicar sus estrategias respecto a sus pares con objetivo único.

Respecto a los bancos centrales de los países en desarrollo Bhattacharyya (2012) destaca que la mayoría de los bancos centrales en Asia están comprometidos en políticas que promueven el desarrollo y el empleo, a pesar de no tener un mandato formal para ello. Bhattacharyya (2012)

12 Si bien el autor no lo menciona las diferencias entre estas economías se puede deber no tanto a la política monetaria sino a diferencias estructurales.

13 El autor utiliza la primera persona del plural porque era el *President and Chief Executive Officer of the Federal Reserve Bank of Boston*.

sostiene que en Asia la elección de los objetivos formales de los bancos centrales no responde a las necesidades de cada país de acuerdo a su nivel de ingreso, en cambio dependen de factores históricos y específicos a cada economía. En particular Bhattacharyya (2012) establece que los países que han adoptado un objetivo formal único sobre la inflación son aquellos que recibieron asistencia financiera por parte del FMI a fines de los años 1990 y principios de los 2000 (por ejemplo: Indonesia, Mongolia, Filipinas, Corea del Sur, Sri Lanka y Tailandia).¹⁴ Los países cuyos bancos centrales tienen objetivos múltiples son India, Camboya, Vietnam y China; se destaca que en esas economías existe un direccionamiento del crédito a sectores específicos de la economía por parte de los bancos centrales; sin embargo, Bhattacharyya (2012) menciona que ha existido una merma en esta actividad por parte de los bancos centrales en años recientes.

Bhattacharyya (2012) encuentra que en Asia, de la misma forma que en los países desarrollados, los bancos centrales se destacan por ser pragmáticos en términos de promoción del empleo y el desarrollo. Destaca que no es fundamental que los bancos centrales tengan un objetivo sobre el nivel de empleo o crecimiento, sino que la cuestión toral es que los institutos monetarios trabajen de forma conjunta con los gobiernos para desarrollar una política monetaria centrada en un crecimiento económico con creación de puestos de trabajo. Es decir, los bancos centrales de Asia no operan supeditándose a un único objetivo, sino que lo hacen de forma coordinada con el gobierno y con objetivos superpuestos con otros organismos públicos.

Las disputas académicas y los debates de política monetaria a nivel mundial no han impedido al Banco de México asumir la responsabilidad en la decisión de los objetivos y prioridades de la política monetaria y centrar su atención solamente en la consecución de una inflación baja y estable. Además, la persistente ausencia de debate sobre quién debe tener

14 Ver nota 5. Para el caso de Estados Unidos ver Steelman (2011) que explica la génesis del mando dual para la Reserva Federal y el cambio de prioridades de acuerdo a los problemas de la economía estadounidense.

esta responsabilidad sugiere que no hay desacuerdo en la política sobre esta solución.^{15,16}

4. Independencia y credibilidad del Banco de México

En la década de los años veinte y treinta la literatura afirmaba que la política de un banco central que desarrollara su actividad técnica sin la interferencia de otras entidades públicas o privadas tenía alta probabilidad de ser exitosa. En la *Teoría General* y en otros escritos Keynes destacó este hecho afirmando que la independencia y el prestigio del Banco de Inglaterra son valores positivos para la sociedad (véase Keynes, 1932, p. 132).¹⁷ La independencia favorece que las decisiones sean tomadas en el interés de toda la sociedad. El prestigio refleja la confianza en la capaci-

15 Esta ausencia plantea cuestiones que son relevantes para la historia de México: ¿Por qué los intereses electorales de los partidos que compiten sobre la dirección del estado se manifiestan auto-limitando los poderes de los organismos legislativos y ejecutivos? ¿Se trata de un sentido de responsabilidad que contradice la descripción del comportamiento de la política propuesta por varias corrientes del neoliberalismo o de un comportamiento conforme a los intereses de grupos de presión que, contando con grandes recursos económicos y con un extenso poder sobre los medios de comunicación, son capaces de incidir en las campañas electorales?

16 Esta falta de debate se torna evidente en el documento “20 Aniversario de la Autonomía del Banco de México” publicado por Banco de México. En el cual el Presidente de la Nación afirma que “...gracias al principio de autonomía que rige al Banco de México, se ha podido mantener la estabilidad de precios, no como un fin en sí mismo, sino como un elemento sustantivo para el desarrollo económico y el bienestar de las familias mexicanas. [...] estoy convencido de que la mejor manera para que el Banco de México contribuya al crecimiento es, justamente, como lo ha hecho hasta ahora, con su compromiso permanente con la estabilidad de precios.” (p. 63).

17 En la *Teoría General* Keynes afirmó que ‘una política monetaria que la opinión pública considere experimental o sujeta fácilmente a modificaciones, puede no lograr su objetivo de reducir considerablemente la tasa de interés... La misma política, por otra parte, puede fácilmente tener éxito si la opinión la considera razonable, practicable, orientada al interés público, basada en una convicción fuerte y promovida por una autoridad que no corra el riesgo de ser reemplazada’ (1936, p. 182. Edición castellana).

dad del banco central de interpretar y contrarrestar eventos económicos y, por ende, orientar las expectativas de los operadores financieros y del sector privado. Según Keynes (1926, pp. 315 y 318; 1932, p. 131), esta confianza se refuerza si el banco central fomenta la comunicación con la sociedad civil y permite a los expertos analizar y discutir abierta y críticamente sus juicios y decisiones.

Las contribuciones de Kydland, Prescott y Rogoff y el desarrollo del Nuevo Consenso introdujeron nuevos elementos en el debate sobre la relación entre independencia y credibilidad. Esta escuela de pensamiento también plantea que la independencia aumenta la eficacia de la política monetaria porque hace que los operadores creen en los anuncios de esta institución y basen sus expectativas en el proceder del banco central. Sin embargo, en este caso el término credibilidad, más que a la confianza en la habilidad técnica del banco central, se asocia a la capacidad de la organización institucional de evitar que la autoridad monetaria haga un mal uso de la discrecionalidad. Según el Nuevo Consenso, la independencia de los bancos centrales debe ser acompañada por un alto nivel de transparencia, que refuerza la creencia que el banco central está comprometido con sus objetivos y reduce el riesgo de que la autoridad monetaria tenga un comportamiento incoherente en el tiempo, dirigido a favorecer el gobierno de turno a través de “efectos sorpresa” que provocan aumentos de la inflación.

Como se explicó en la sección anterior, varios autores han sostenido que esta visión no representa de forma adecuada el funcionamiento de las instituciones que deciden la política económica. La misma posición se encuentra en algunas publicaciones de la Reserva Federal (véase Le Heron, 2007), que ha desarrollado en las últimas dos décadas una comunicación abierta con el público para reforzar la confianza de los operadores en su capacidad de interpretar y controlar los eventos económicos.

Esta literatura destaca que una estrategia de política monetaria basada en la “comunicación y confianza” –entendida como una estrategia

opuesta a la del Nuevo Consenso que está basada en la “transparencia y credibilidad”– evidencia, una vez más, que los bancos centrales no dejan de lado el contexto político-institucional en el que actúan. En este sentido, son actores políticos que intentan fortalecer su posición en la sociedad acreditándose como entidades técnicas competentes y eficientes. Según Blinder (1997, p. 15; 2004, pp. 67-68 y 94-95), fortalecer la posición de los bancos centrales en el contexto político es una correcta preocupación, la cual, sin embargo, puede ser una fuente de ambigüedades y problemas si los bancos centrales, para lograr este resultado, buscan la aprobación de los operadores tomando decisiones que solo responden a sus intereses.¹⁸

En años recientes la organización de la política monetaria en México ha ido ajustándose, aun con límites y retrasos, a las formas de transparencia que se usan en los países que siguen un esquema de Objetivos de Inflación (véase Panico, 2014, pp. 42-44). Esta evolución ha prestado escasa atención a los debates sobre la relación entre independencia, confianza y credibilidad y no ha dado señales que Banco de México tenga una comunicación abierta a las críticas, a pesar de la creciente preocupación por el bajo crecimiento de la economía y la evolución de la desigualdad económica. La independencia, confianza y credibilidad del Banco de México se pone en tela de juicio cuando oficialmente o a través de los miembros de la Junta de Gobierno se afirma que la autonomía ha mejorado el bienestar de la población debido a la caída de la inflación y que lo único que puede hacer el banco central para el desarrollo del país es

18 Recordando su experiencia como banquero central, Blinder (1997a, p. 15) afirma: *‘Aunque nunca vi un sólo caso en el que un banquero central sucumbiera a la tentación que tanto preocupaba a Kydland y Prescott, a menudo fui testigo de banqueros centrales muy tentados en cumplir con la política que los mercados esperaban o exigían’*. En general, esta tentación no genera una política monetaria satisfactoria para el país: *‘Un banco central que se esfuerza demasiado en complacer a los operadores de divisas y bonos puede terminar adoptando los horizontes de tiempo efectivos ridículamente cortos del mercado como si fueran propios’* (Blinder, 2004, p. 94) [traducción del editor].

mantener una inflación baja y estable.¹⁹ La presente sección y la anterior aportan elementos para sostener que no es creíble que el Banco de México no pueda llevar adelante otro tipo de medidas para generar mejores resultados en términos de crecimiento y desarrollo. En el largo plazo los malos resultados económicos de la política monetaria pueden quebrar la confianza de los ciudadanos en el banco central independiente.

5. La coordinación entre las políticas monetaria y fiscal

Los documentos del Banco de México (2008, p. 10) señalan la necesidad que las políticas monetaria y fiscal sean coordinadas entre sí. Sin embargo, los documentos no discuten cuál es la forma de coordinación que se debe usar. La literatura reciente presta gran atención a este intrínquilis. La liberalización financiera y la creciente dimensión de la industria financiera han impuesto una organización institucional que coloca la política monetaria en el centro del escenario y limita el rol de las demás políticas gubernamentales. Esta tendencia ha generado problemas en todas las economías y ha inducido algunos autores a proponer reformas que permitan reinstaurar el uso discrecional de la política fiscal.²⁰ (Ver Blanchard y Summers, 2017).

Dos posiciones alternativas han dominado el debate. Por un lado se encuentra la postura ligada al Nuevo Consenso en Macroeconomía que confía en la capacidad de las fuerzas espontaneas de mercado de alcanzar el crecimiento potencial y que presume que las políticas gubernamenta-

19 Por ejemplo: “La Constitución establece que el Banco de México será autónomo en el ejercicio de sus funciones y su administración, y que su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, es decir, una inflación baja y estable. [...] la mejor aportación que nuestro Instituto Central puede hacer al desarrollo económico del país es cumplir de manera estricta con su mandato. En otras palabras, la estabilidad de precios no es un objetivo en sí, sino el medio a través del cual el Banco de México contribuye al objetivo último de la política económica, que es mejorar los niveles de bienestar de la población.” (Guzmán Calafell, 2016, p. 1 y 2).

20 Véase Blinder, 1997b; Wyplosz, 2005 y la reseña de Panico y Vázquez, 2008.

les generan ineficiencia en la asignación de recursos. Por el otro, están los autores que no confían en la capacidad de las fuerzas espontáneas del mercado de generar resultados óptimos y consideran necesaria una intervención coordinada, es decir una mezcla adecuada de política fiscal y monetaria, para incrementar el crecimiento y fortalecer la estructura productiva.

Según la primera posición,²¹ la coordinación de las políticas se debe organizar otorgando altos grados de discrecionalidad a un banco central independiente y “atando las manos” a las autoridades democráticamente elegidas, cuyas decisiones tienen un horizonte temporal limitado por la próxima jornada electoral y dependen de los intereses de los principales grupos de presión. Según estos autores, la coordinación debe basarse en normas “transparentes” y “flexibles”. Es decir, debe indicar sin ambigüedad las reglas de conducta de las autoridades de gobierno. Por otro lado, debe introducir normas capaces de evitar que la política económica sea pro-cíclica y reduzca la inversión pública. Blanchard y Giavazzi (2004) indican como ejemplo de norma flexible la introducción en Inglaterra de la “regla de oro”, que excluye la inversión pública de la regla fiscal. Buitier y Grafe (2004) observan que, por razones de coherencia, la regla de oro debe extenderse a todos los gastos gubernamentales que generan efectos positivos sobre el capital humano (es decir, educación, salud, etc.) y el crecimiento potencial de la economía. Según estos autores, esta revisión, sin embargo, aumenta la flexibilidad a costa de disminuir la transparencia porque introduce evaluaciones arbitrarias de los elementos que generan efectos positivos en el largo del plazo.

Según la segunda posición,²² la coordinación debe organizarse extendiendo a la política fiscal lo que se ha aplicado a la política monetaria después del experimento monetarista de 1979-1982. Ello implica

21 Véase Buti *et al.*, 2002; Blanchard y Giavazzi, 2004; Beetsma y Debrun, 2005; Calmfors, 2005.

22 Véase Blinder, 1997b; Pisani-Ferry, 2002; von Hagen and Mundschenk, 2003; Wyplosz, 2005.

evolucionar de una conducción basada en reglas rígidas, como la regla de Friedman sobre el crecimiento de los agregados monetarios, a una conducción basada en la discrecionalidad otorgada a autoridades independientes. Según estos autores, este tipo de organización mantiene la disciplina fiscal, pero permite evitar que la política económica sea procíclica y que pase por alto las necesidades estructurales de las economías, como la carencia de infraestructuras y la exigencia de fortalecer la competitividad internacional. Para Blinder (1997b), la presencia de autoridades independientes permite explicitar en detalle y sin ambigüedad los objetivos específicos de las políticas gubernamentales. Según Wyplosz (2005), esta presencia fomenta el dialogo entre las autoridades fiscal y monetaria y facilita la identificación de acciones prioritarias y el uso eficiente de los recursos empleados. En los últimos años las propuestas de estos autores han sido apoyadas por organizaciones internacionales.²³

La coordinación de las políticas económicas en México ha tenido distintas formas de organización a lo largo del tiempo. Hasta los años 1980 se basaba en una cooperación sinérgica entre las autoridades fiscales y monetarias para identificar las necesidades del país y los recursos financieros que se tenían que usar. En los años siguientes, la organización institucional atribuyó amplia discrecionalidad a la autoridad monetaria y restringió a la autoridad responsable de la política fiscal, la cual ha tenido que adaptarse a la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria, una regla fiscal que, a pesar de la reforma de 2013, no ha logrado evitar que la política fiscal sea procíclica. Generando una caída de los gastos gubernamentales que aportan efectos positivos en el largo plazo.²⁴La organización de la coordinación de políticas ha generado resultados heterogéneos a lo largo de la historia mexicana. A pesar de que no se

23 Véase OECD (2017) y FMI (2017).

24 Un aspecto fundamental del estancamiento en México es la atonía de la inversión pública. Con la nueva serie de INEGI a precio de 2013 se puede corroborar que desde 2009 ha existido una disminución considerable de la inversión gubernamental que cayó entre ese año y 2016 4.4% anual, y representó en 2017 solamente 2.8% del PIB, lo que representa niveles históricamente bajos.

reconoce explícitamente, los documentos del Banco de México (2008, p. 17) muestran que los mejores resultados se lograron en el periodo 1961-1970, durante el “desarrollo estabilizador”. En años recientes la coordinación ha favorecido la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, pero ha suscitado preocupaciones sobre el crecimiento, la debilidad de la estructura productiva, la capacidad de competir a nivel internacional y la desigualdad distributiva.

6. La política cambiaria en México en el periodo 1996-2017

De acuerdo a la Ley Orgánica, la política cambiaria la lleva adelante la Comisión de Cambios (CC), en la cual participan el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. La Ley Orgánica atribuye a la CC la facultad de indicar la directriz de la política cambiaria (artículo 22) y al Banco amplios poderes para implementarla.²⁵

El Banco de México afecta al tipo de cambio nominal a través de dos medios: el primero, los movimientos de la tasa de interés; el segundo, las intervenciones en el mercado cambiario y la acumulación de reservas internacionales.

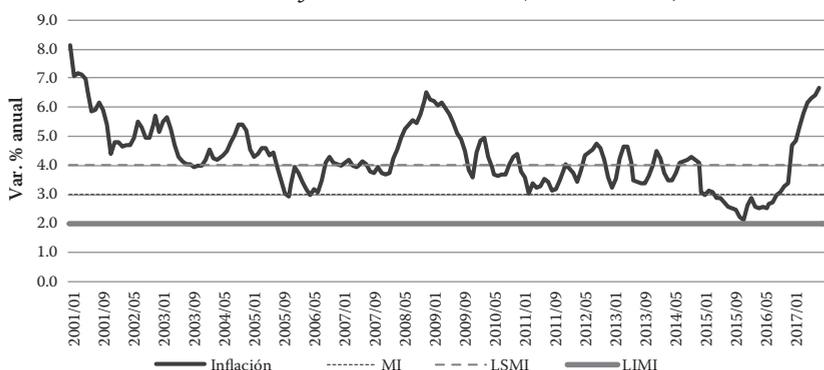
Según el Banco, las variaciones del tipo de cambio influyen en la inflación e imponen la necesidad de manipular la tasa de interés. Las Figuras 1 y 2 muestran la reciente aceleración de la inflación y la depreciación del tipo de cambio. En este escenario el Banco decidió aumentar la tasa de interés de referencia para contrarrestar la depreciación y controlar la inflación. El informe trimestral de Inflación Abril-Junio 2017 destaca que

25 Los artículos 23 y 34 conceden al Banco de México un amplio control sobre las operaciones en divisas de las dependencias y entidades de la Administración Pública Federal. A su vez estos artículos permiten que el banco central emita valores a cargo del Gobierno Federal para compensar el aumento de la circulación monetaria resultante de la compra de divisas a Pemex y otras entidades públicas. El producto de esta colocación de valores gubernamentales se deposita en una cuenta a favor del Gobierno Federal cuyos fondos no pueden utilizarse y no devengan intereses.

los aumentos de la tasa de interés han tenido efectos sobre ‘la evolución del tipo de cambio, que ha registrado una apreciación considerable. Esto último es un hecho especialmente relevante, toda vez que el canal de tipo de cambio es uno de los más importantes en el mecanismo de transmisión de la política monetaria’ (Banco de México, 2017a, p. 59).²⁶

Figura 1

Evolución reciente de la inflación, 2001-2017 (var. % anual)



Referencias: Elaboración propia con datos de INEGI. MI: meta de inflación. LSMI: Límite superior de la meta de inflación. LIMI: Límite inferior de la meta de inflación

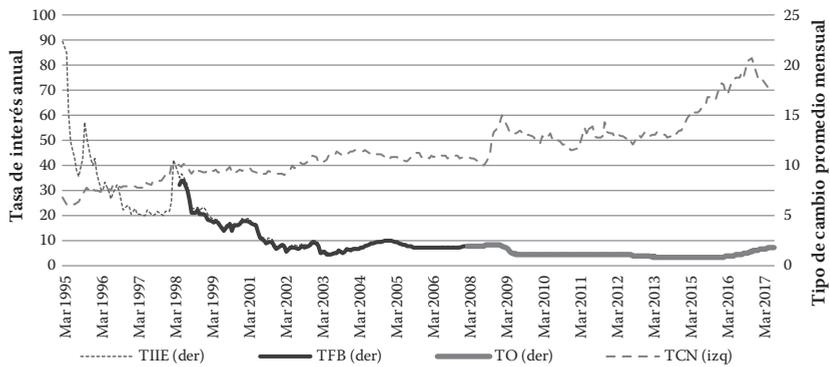
Según Galindo y Ros (2008), el Banco de México tiene un comportamiento asimétrico respecto a las variaciones del tipo de cambio. Es decir, el Banco sube la tasa de interés cuando el tipo de cambio se deprecia, pero no la baja en el escenario opuesto. Por lo que, según estos autores, el tipo de cambio real tiende a apreciarse y ello tiene un efecto negativo sobre la tasa de crecimiento del país. La Figura 3 muestra que, después de las depreciaciones de 2009, 2011-2012 y 2015-2016, que han afectado simultáneamente a la mayoría de las divisas de los países emergentes, el tipo de cambio real ha tenido una tendencia a revaluarse, lo que ha causado que las ganancias de

26 El Informe reconoce que el coeficiente de *pass-through* es positivo y significativo, a pesar de que a veces la literatura sostenga que haya disminuido hasta llegar a ser nulo (ver Cortés Espada, 2013).

competitividad obtenidas a través de las devaluaciones anteriores se han ido perdiendo con el paso del tiempo.

Figura 2

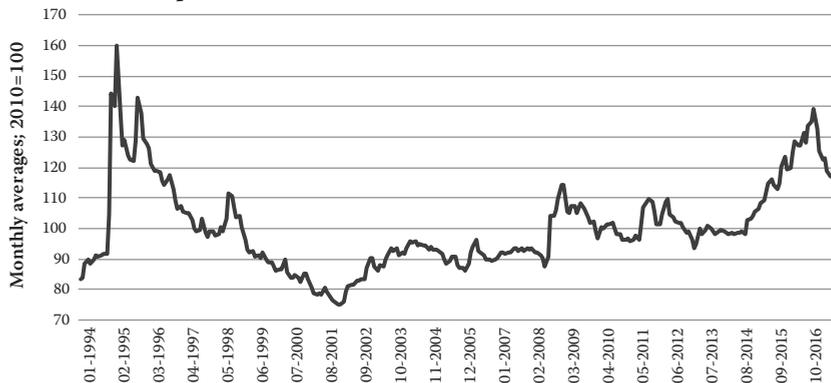
Evolución de las tasas de interés y el tipo de cambio nominal en México, 1995-2017



Referencias: TIIE: tasa de interés interbancaria de equilibrio. TO: Tasa objetivo determinada por el Banco de México (véase el Glosario del Banco de México²⁷). TCN: Tipo de cambio nominal. Fuente: Banxico.

Figura 3

Evolución del tipo de cambio real multilateral en México, 1994-2017



Fuente: BIS

27 <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/glosario/glosario.html#T>

Respeto a las intervenciones cambiarias y la acumulación de reservas, los documentos del Banco y el artículo 18 de la Ley Orgánica declaran que estas acciones se realizan para lograr la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Esta interpretación ha sido cuestionada. Según Céspedes *et al.* (2014, p. 185) en varios países de América Latina, incluso México, la política de Metas de Inflación se implementa con desviaciones respecto al esquema estándar. Esta tendencia se ha reforzado después de la reciente crisis financiera. Para varios autores,²⁸ la liberalización financiera ha vuelto la estabilización del tipo de cambio nominal en una acción clave de la política monetaria, conducente a la defensa de la economía nacional de la especulación internacional, sin que los bancos centrales hayan explicado que este objetivo es tan relevante como la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.

La liberalización de los mercados financieros de México y a nivel mundial ha producido un crecimiento “explosivo” de la industria financiera. Esta evolución, además de hacer imposible perseguir una política de tipos de cambio fijos, ha generado en países de ingresos bajos y medios efectos contrarios a los que se habían prometido (véase Díaz Alejandro, 1984; Panico, 2014, pp. 21-36). En lugar de generar un aumento en la inversión y una reducción de las tasas de interés, la liberalización ha obligado a los bancos centrales a aumentar la acumulación de reservas oficiales para enfrentar la inestabilidad de los mercados internacionales, ya que estos activos se utilizan para estabilizar los mercados financieros.

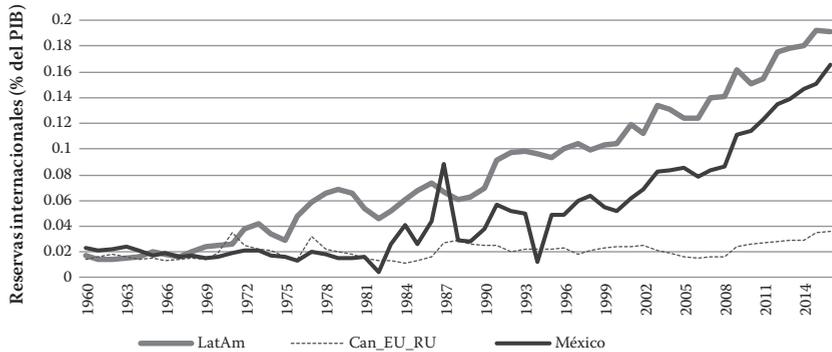
Por tanto, se ha producido un incremento de la inversión financiera de los países pobres en los ricos. Las reservas oficiales de los países de América Latina han aumentado sistemáticamente desde los años 1980. En el caso de México eran menos del 2% del PIB en 1981 y han llegado a más del 16% en 2016. Al contrario, las reservas oficiales de Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido se han mantenido en valores por debajo

28 Véase Canales-Kriljenko, 2003; Hüfner, 2004; BIS, 2005; Rosas-Rojas, 2011; sobre el caso mexicano véase Mántey G., 2009; Capraro y Perrotini, 2012.

de 5% (véase la Figura 4, Panico, 2015, pp. 56-9; Panico *et al.*, 2016, pp. 214-19).

Figura 4

Evolución de la ratio Reservas Internacionales a PIB, 1960-2016



Referencias: LatAm: promedio de Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Perú y Uruguay. Can_EU_RU: promedio de Canadá, Estados Unidos y Reino Unido. Fuente: wDI.

En relación a esta tendencia, la literatura ha destacado que el sistema financiero internacional tiene un comportamiento “asimétrico” que favorece a los países más desarrollados. La liberalización y el crecimiento de la industria financiera han reforzado las jerarquías entre las divisas. Cuando la incertidumbre aumenta en los mercados financieros, los operadores prefieren las dividas de mayor calidad (o de clase A) a las de menor calidad (o de clase B).²⁹ MacKinnon (2002) afirma que las divisas de clase B, que él llama “dinero de la periferia”, son demandadas provisoriamente ya que la preferencia por las divisas de clase A, que él llama “dinero definitivo”, tiende a dominar cuando la incertidumbre aumenta. Como consecuencia, en momentos de incertidumbre, hay grandes movimientos de capital desde los países pobres y de ingreso medio a los desarrollados, por lo que los bancos centrales deben acumular reservas

²⁹ Véase MacKinnon (2002), Aguiar de Medeiros (2008), Prasad (2014), Chapoy Bonifaz (2015).

internacionales en tiempos de tranquilidad.³⁰ En el caso de México este comportamiento se ha reforzado después de la crisis de 2007-08, cuando la volatilidad de los mercados internacionales se incrementó (Calvo, 2016) y el Banco tuvo que aumentar su presencia en el mercado de cambios. Este fenómeno se agudizó en 2017 (Banco de México, 2017b).

La acumulación de reservas internacionales no se realiza solamente para controlar al tipo de cambio sino para generar confianza en los operadores financieros. Según Calvo (2016), las reservas sirven como un seguro para cubrirse del riesgo de ataques especulativos que se originan en las salidas repentinas de capital (*sudden stops*). El monto de reservas que un banco central debe acumular para este fin depende de los resultados que la economía ha obtenido en términos de estabilidad financiera en su historia reciente y del saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos (Bussière *et al.*, 2014).

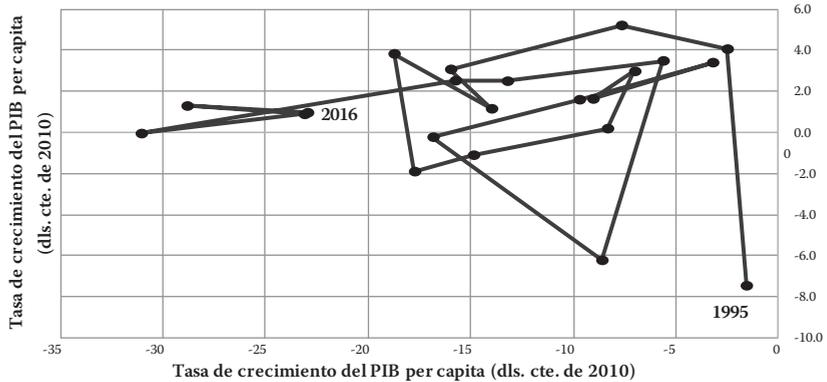
De lo anterior surge que las dos políticas para estabilizar el tipo de cambio tienden a apreciarlo en el largo plazo.³¹ En este contexto es dable destacar el empeoramiento de la cuenta corriente de la economía mexicana en los últimos años, como muestra la Figura 5, en la cual se observa que en el periodo 2013-2016 una misma tasa de crecimiento genera un mayor déficit de cuenta corriente que en el periodo 2003-2012. Esta evolución refleja una estructura productiva cada vez más débil respecto a la competitividad internacional e impone problemas para la estimación del producto potencial.

30 Véase Mohanty y Turner (2005; 2006), International Relations Committee Task Force (2006), Frenkel (2015).

31 Es importante mencionar que *per se* la acumulación de reservas no tiende a apreciar el tipo de cambio. Sin embargo, el mayor stock de activos internacionales refuerza la confianza de los inversionistas nacionales e internacionales y genera mayores entradas de capital, y es este efecto el que tiende a apreciar el tipo de cambio. Lo anterior es válido en un contexto donde la política cambiaria es asimétrica, es decir se reacciona ante depreciaciones del tipo de cambio y no ante las apreciaciones de esta variable.

Figura 5

Saldo de la cuenta corriente y tasa de crecimiento del PIB per cápita, 1993-2017

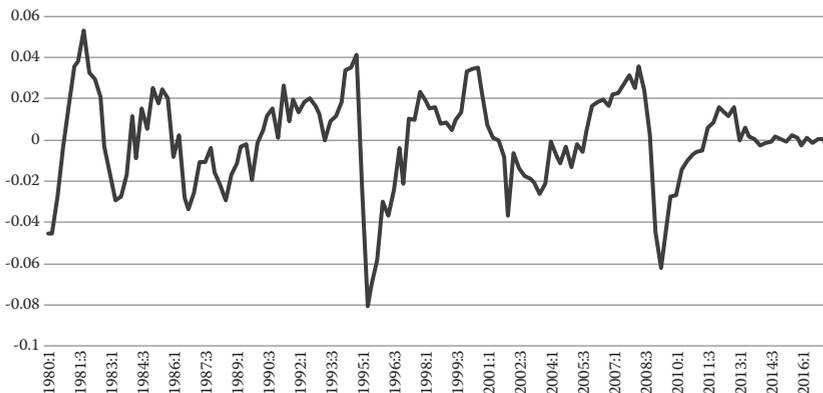


Fuente: elaboración propia.

Desde el punto de vista empírico, el Banco de México (2009) estima el nivel del PIB potencial consistente con la NAIRU aplicando un filtro estadístico (por ejemplo, el filtro HP) a los valores tendenciales del PIB efectivo. Sin embargo, la tendencia del PIB no necesariamente refleja el nivel de pleno empleo de una economía, menos aún en el caso de una economía de ingreso medio como la mexicana. Una posibilidad es que la tendencia del PIB más que estimar su valor potencial, de información sobre el nivel compatible con las condiciones de equilibrio de la balanza de pagos. Por tanto, la Figura 6 –que reproduce los resultados del procedimiento usado por Banco de México para estimar el PIB potencial– podría mostrar que en los últimos años la economía mexicana ha fluctuado en derredor de un nivel consistente con las condiciones de equilibrio en la balanza de pagos y no en un nivel cercano al pleno empleo.

Figura 6

Evolución de la relación entre el producto efectivo y el producto potencial en México, 1993-2017



Referencias: k: es la resta entre el producto efectivo y el producto potencial calculado con un filtro Hodrick-Prescott con una lambda igual a 1600.

La pérdida de competitividad internacional y el aumento de la elasticidad ingreso de las importaciones pueden entonces llevar a una caída del producto potencial percibido por el banco central, independientemente de las condiciones prevalecientes en los mercados de trabajo (Capraro, 2018). De esta manera, si la política monetaria se centra sobre la necesidad de contrarrestar las devaluaciones del tipo de cambio para controlar la inflación, el banco central no estaría modificando la tasa de interés para controlar los movimientos del producto alrededor del nivel de pleno empleo.

La acumulación de reservas internacionales y la tendencia a ignorar las consecuencias negativas de la actual política cambiaria sobre la estructura productiva sugieren que el Banco de México, como los bancos centrales de otros países emergentes, tiene un compromiso primordial con la necesidad de defender la economía nacional de los ataques especulativos provenientes de los inversores especulativos internacionales.

Frente al tamaño y a la organización de los mercados financieros, este compromiso representa un objetivo de la política monetaria tan importante como la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. La persecución de este objetivo durante un periodo largo de tiempo tiende a elevar la tasa de interés y a apreciar el tipo de cambio real, a pesar de que ocurren fuertes depreciaciones esporádicas. Esta evolución tiene un efecto negativo sobre la inversión, la estructura productiva, la balanza de pagos y el crecimiento de la economía. Si la defensa de la estabilidad financiera nacional no se acompaña de políticas públicas que fortalecen la estructura productiva y la capacidad de competir a nivel internacional, la política monetaria se vuelve insostenible en el tiempo porque tiende a generar círculos viciosos que debilitan la economía y la sujetan a mayor riesgo de ataques especulativos.

7. El control de la base monetaria a través del Crédito interno neto

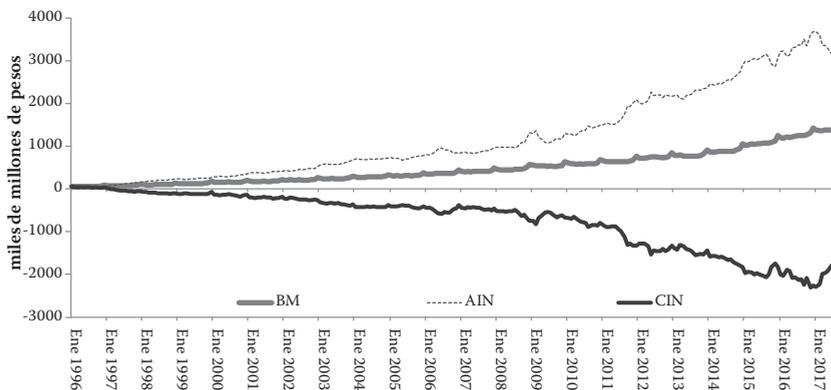
El análisis de la evolución de la base monetaria y del crédito interno neto proporciona nuevos argumentos a favor de la tesis que la liberalización financiera ha puesto en el centro de la política económica la necesidad de defender la economía nacional de los ataques especulativos provenientes de los inversionistas financieros. El análisis indica que el Banco tiene capacidad de controlar la emisión monetaria y cuenta con márgenes de discrecionalidad para hacerlo. Además, muestra que el Banco puede usar estos márgenes para fortalecer su posición en el contexto político, en tanto podría utilizarlos para fortalecer la estructura productiva e impulsar el crecimiento potencial del PIB.

La Figura 7 muestra que el Banco controla la emisión monetaria a través de operaciones de esterilización, que permiten compensar los aumentos de las reservas internacionales oficiales, representadas por los activos externos netos, con la reducción del crédito interno neto. Las

compras de reservas internacionales tienen un efecto expansivo sobre la base monetaria. Para evitar las consecuencias negativas de este aumento, el Banco realiza operaciones de esterilización con el sector público y las instituciones de crédito.

Figura 7

Base Monetaria (BM), Activos Externos Netos (AEN) y Crédito Interno Neto (CIN), 1996-2017



Fuente: Banco de México.

El Banco de México realiza un control pragmático de los agregados monetarios. El Cuadro 1 muestra que estos crecen a una tasa mayor que el PIB nominal. La diferencia entre estas tasas alimenta la actividad especulativa de la industria financiera. Su persistencia señala que el Banco prefiere estabilizar la tasa de interés, a pesar de que este comportamiento acomodaticio conlleva un riesgo inflacionario cuando se supone que el dinero es neutral y se alcanza el potencial de crecimiento de la economía.

Cuadro 1

Tasas de variación anual de la Base Monetaria, de M2 y del PIB Nominal, 1997-2016

Año	BM	M2	PIB NOM	Año	BM	M2	PIB NOM	Año	BM	M2	PIB NOM
1997	0,33	0,31	0,26	2004	0,14	0,11	0,13	2011	0,10	0,09	0,10
1998	0,24	0,29	0,21	2005	0,12	0,13	0,09	2012	0,14	0,12	0,07
1999	0,27	0,26	0,20	2006	0,17	0,15	0,12	2013	0,06	0,08	0,03
2000	0,26	0,20	0,20	2007	0,13	0,10	0,08	2014	0,14	0,10	0,07
2001	0,12	0,15	0,06	2008	0,13	0,11	0,08	2015	0,20	0,09	0,06
2002	0,16	0,12	0,08	2009	0,16	0,14	-0,02	2016	0,16	0,14	0,10
2003	0,16	0,12	0,10	2010	0,10	0,07	0,10	1997- 2016	0,16	0,14	0,10

Fuente: elaboración propia con datos de Banco de México.

La tendencia acomodaticia respecto a las necesidades de la industria financiera no se manifiesta en la financiación del sector público. Los dos principales instrumentos para acordar créditos entre este sector y el banco central son la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación y los depósitos de regulación monetaria en valores gubernamentales.

La Ley Orgánica establece que el sector público puede recibir crédito del banco central a través de la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación,³² prohibiendo que el saldo de esta cuenta exceda el límite de 1.5% de las erogaciones previstas en el Presupuesto de Egresos de la Federación.³³

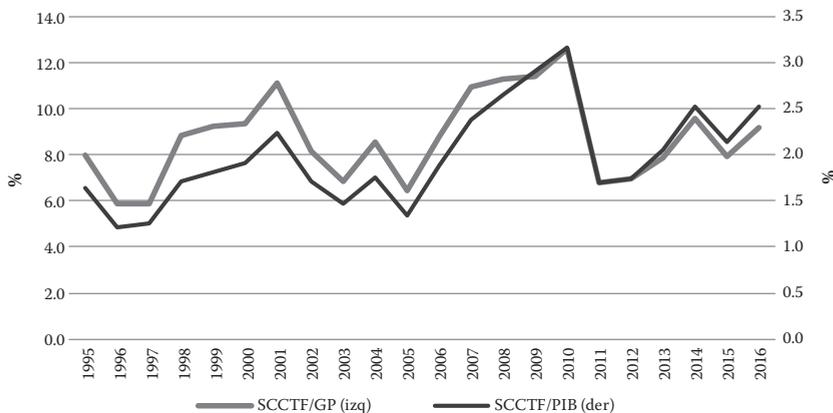
32 El artículo 9 prohíbe la adquisición por parte del Banco de México de valores gubernamentales excepto cuando dicha adquisición corresponda a las posturas del mismo Banco en las subastas de emisión y sean por un monto no mayor al valor de los bonos gubernamentales que se han vencido en el día de la subasta.

33 El artículo 12 contiene lo siguiente: 'El saldo que, en su caso, obre a cargo del Gobierno Federal no deberá exceder de un límite equivalente al 1.5% de las erogaciones del propio Gobierno previstas en el Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio de que se trate, sin considerar las señaladas para la amortización de la deuda de dicho Gobierno; salvo que, por circunstancias extraordinarias, aumenten considerablemente las diferencias temporales en-

Sin embargo, a pesar de que la Ley Orgánica permite un saldo negativo, el gobierno ha elegido auto-limitarse en los recursos que tiene disponible para realizar una política fiscal activa. Desde 1994, el saldo de esta cuenta es positivo y ha crecido constantemente, rebasando en 2015 y en 2016 los 300,000 millones de pesos. Como muestra la Figura 8, este saldo representa un porcentaje elevado del gasto público y del PIB. Desde 1995 se ha mantenido en alrededor de 8% del primero y ha superado el 2% del PIB entre 2011 y 2016.

Figura 8

Saldo de la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación en el Banco de México, 1995-2016



Referencias: SCCTF: Saldo promedio anual de la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación. GP: Gasto público. PIB: Producto Interno Bruto. Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y Banxico.

Los depósitos de regulación monetaria son el principal instrumento para realizar las operaciones de esterilización. Cuando el Banco de México

entre los ingresos y los gastos públicos'. El artículo 24 refuerza esta restricción permitiendo al Banco emitir valores a cargo del Gobierno Federal abonando el producto de esta colocación en un depósito no retirable a cargo del banco central y a favor del Gobierno.

considera que existe la necesidad, las instituciones de crédito deben depositar obligatoriamente en el banco central la liquidez generada por la compra de reservas oficiales. Se pueden constituir como depósitos en pesos o en valores gubernamentales. A través de ellos, el Banco logra que, a pesar de los aumentos de reservas oficiales, las instituciones de crédito tengan carencia de liquidez y tengan que acudir a las subastas diarias de base monetaria. Por su gran dimensión, los depósitos de regulación monetaria generan pagos de interés cercanos al 0.5% del PIB.

Los depósitos en pesos representan crédito neto de las instituciones financieras. Éstas participan en las dos principales subastas que el Banco de México realiza, las “diarias” por adquirir liquidez y las “estructurales” de regulación monetaria. Las segundas imponen una transformación de activos financieros a la vista en activos financieros a largo plazo en las carteras de estas instituciones. El saldo de las cuentas corrientes que estas instituciones usan para depositar en el banco central la liquidez adquirida en las subastas diarias debe ser cero al final del día y no incide en el crédito neto con este sector. Al contrario, cuando el banco central impone la compra de depósitos de regulación monetaria en pesos, el crédito neto con las instituciones de crédito se vuelve negativo.

Los depósitos en valores gubernamentales influyen en la dimensión del crédito neto del banco central con el sector público. Las instituciones de crédito deben obligatoriamente comprar estos valores que el Banco de México emite por cuenta del gobierno (artículo 23 de la Ley Orgánica). El producto de la colocación de esta venta se destina a depósitos no retirables y sin interés a cargo del banco central y a favor del Gobierno Federal.

Para las instituciones de crédito los depósitos en valores gubernamentales son más convenientes que los depósitos en pesos, porque permiten movilizar las sumas que entregan al banco central por motivos de regulación monetaria. La elección entre emitir depósitos en pesos o en valores gubernamentales implica que el Banco decida en qué medida las instituciones de crédito van a participar en los costos del funcionamien-

to de la política monetaria, es decir, en los costos de controlar la emisión monetaria y la tasa de interés. El Banco cuenta con grandes márgenes de discrecionalidad sobre este punto, porque puede variar discrecionalmente el monto de los depósitos de regulación monetaria y porque puede realizar el mismo control sobre la emisión monetaria optando por una participación diferente de estas instituciones en el crédito interno neto.

Cuadro 2

Pasivos de regulación monetaria del Banco de México (valores en porcentaje del PIB nominal)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
(A) Valores gubernamentales	1.7	2.2	1.8	3.7	5.5	6.4	6.5	6.7	4.6
(B) Instituciones bancarias	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
(C) Depósitos de regulación monetaria. (A+B)	4.0	4.5	3.9	5.6	7.2	8.1	8.0	8.1	5.7
(D) BREMs1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4
(E) BREMs2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(F) Pasivos de regulación monetaria (C+D+E)	4.0	4.5	3.9	5.6	7.2	8.1	8.3	8.4	6.1
Depósito cc del Gob. Fed.	2.7	3.0	3.2	1.7	1.8	2.1	2.6	2.1	2.5
Base Monetaria	3.8	4.5	4.5	4.5	4.7	4.9	5.1	5.8	6.2
Reservas internacionales	7.5	8.8	9.7	11.2	13.1	13.4	14.4	16.1	16.4

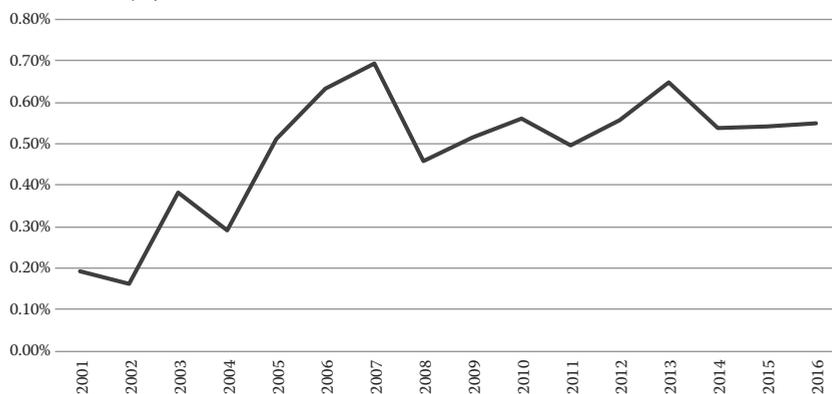
Referencias: Al 31 de diciembre de cada año. BREMs1: Bonos de Regulación Monetaria con negociabilidad limitada. BREMs2: Bonos de Regulación Monetaria con negociabilidad libre. Fuente: Balance general del Banco de México

El Cuadro 2 muestra que recientemente el Banco ha optado por una mayor participación del Gobierno Federal. Esta elección no refleja una necesidad técnica. Se trata de una decisión política que designa quién debe

soportar más los costos de las operaciones de esterilización. El Banco ha elegido favorecer a las instituciones de crédito, a pesar del fuerte aumento de sus ganancias en años recientes (véase la Figura 9). Los documentos oficiales no aclaran las razones de esta decisión, que puede responder a la intención del banco central de buscar el consenso con los operadores financieros.

Figura 9

Participación de las Ganancia del sector Bancario Privado en el PIB, 2001-2016 (%)



Referencias: se consideraron las ganancias al final de cada año. Fuente: INEGI y CNBV.

El análisis de la política monetaria señala que en México, como en otros países emergentes, la autoridad monetaria ha tenido que defender la economía de los ataques especulativos de las poderosas instituciones financieras y ha tenido que centrarse sobre la necesidad de minimizar los daños que provocan esos ataques. Es dable pensar que la organización institucional y la conducción de la política monetaria hayan evolucionado para favorecer el logro de este objetivo que se ha vuelto tan importante como la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Algunos de

estos cambios buscan señalar que es el banco central, y no las autoridades democráticamente elegidas, el que tiene el liderazgo sobre la política económica. Además, pueden entenderse haciendo referencia al sesgo del Banco de México de fortalecer su posición en el contexto político buscando el consenso de las instituciones financieras. Como destaca Blinder (1997a; 2004), esta justa preocupación puede causar ambigüedades y problemas si las autoridades, para fortalecer su posición, toman decisiones que favorecen sólo a las instituciones financieras.

8. Conclusiones e implicaciones

Para evaluar cómo la política monetaria puede contribuir a conseguir niveles satisfactorios de desarrollo, empleo e igualdad distributiva, este ensayo ha argumentado que el Banco de México es al mismo tiempo una entidad técnica y un “actor político” en la vida del país. Toma decisiones y actúa tomando en cuenta que participa en complejas relaciones de poder con la industria financiera, los electores y los partidos políticos. En esta perspectiva el ensayo ha argumentado que la retórica que el Banco usa para justificar su actuación corresponde sólo en parte a lo que efectivamente hace.

Los documentos oficiales señalan que el Banco describe su actuación sosteniendo que, al cumplir con la meta de inflación, la economía alcanza su crecimiento potencial, sin problematizar si la política económica puede mejorar los resultados logrados.

Las leyes vigentes garantizan al Banco la independencia “del personal”, la “financiera y administrativa” y la “técnica”, que son las tres formas que se han tradicionalmente otorgado a los bancos centrales desde sus orígenes después de la primera guerra mundial. El Banco goza también de “independencia sobre objetivos y prioridades”. Las leyes no afirman que el Banco tiene esta prerrogativa. Sin embargo, el Banco ha actuado aprovechando el vacío legislativo, su conocimiento del tema y la ausencia de debate sobre este punto. La persistencia de esta ausencia sugiere que

no hay desacuerdo entre los hacedores de política, tanto en el poder legislativo como ejecutivo, sobre esta solución.

Las leyes establecen que el mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda es el objetivo prioritario, pero no único, de la política monetaria. El Banco, según su evaluación discrecional, puede perseguir otros objetivos si no están en contradicción con el primero. Incluso podría estar obligado a hacerlo si para estabilizar el poder adquisitivo de la moneda es necesario alcanzar los otros objetivos.

La conducción de la política cambiaria propone otros elementos de reflexión sobre este punto. Los documentos del Banco y el artículo 18 de la Ley Orgánica declaran que las variaciones de la tasa de interés, la acumulación de reservas y las intervenciones cambiarias que esta política realiza están direccionadas a lograr la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Una parte de la literatura cuestiona esta interpretación argumentando que la liberalización y el crecimiento de la industria financiera han coartado la política monetaria imponiendo una extraordinaria acumulación de reservas oficiales. La necesidad de acumular reservas, a su vez, tiende a imponer altas tasas de interés y apreciaciones del tipo de cambio real, dos elementos que influyen negativamente en el crecimiento, en la capacidad de competir a nivel internacional y en la distribución del ingreso. Según esta literatura, el objetivo de defender la economía nacional de los ataques especulativos provenientes de la industria financiera internacional es tan relevante como la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, a pesar de que los bancos centrales no lo hayan explicado todavía abiertamente.

La acumulación de reservas oficiales responde a la creciente inestabilidad financiera a nivel global. Esta deducción confirma que la política monetaria debe centrarse en reducir el riesgo de ataques especulativos y que, si el banco central pierde la confianza de los mercados financieros internacionales, tendrá que acumular más reservas e imponer restricciones aún mayores a la economía real.

El Banco de México, a diferencia de lo que declara oficialmente, identifica el valor del PIB potencial haciendo referencia a las condiciones de equilibrio en la balanza de pagos y no a la NAIRU. El reciente empeoramiento de estas condiciones señala que esta conducción de la política monetaria puede volverse insostenible en el tiempo. Si no se acompaña de políticas públicas que fortalezcan la estructura productiva y la capacidad de competir a nivel internacional, la política monetaria tiende a generar círculos viciosos que hacen la economía más débil y sujeta a mayores riesgos de ataques especulativos.

Estos círculos viciosos se refuerzan si la aplicación de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria y su reforma de 2013 no permiten evitar una caída de la inversión pública. La información estadística muestra que en los últimos años la inversión pública se ha reducido, lo que influye negativamente sobre la demanda y la estructura productiva y obstaculiza la inversión privada que, con la pública, es la principal herramienta para mejorar la competitividad internacional de la economía.

Para romper estos círculos viciosos se debe modificar la conducción de la política monetaria y resolver dos problemas:

1. Identificar recursos que permitan financiar las políticas públicas necesarias para fortalecer la estructura productiva sin influir negativamente en el control de los agregados monetarios y en la confianza que los operadores otorgan al banco central;
2. introducir reformas institucionales que permitan aumentar los gastos gubernamentales que generan efectos positivos sobre la competitividad de la economía, evitando que estos gastos sean desperdiciados.

En el balance general del Banco de México existen recursos que se pueden usar sin generar desconfianza en los mercados financieros. La cuenta corriente de la Tesorería Federal presenta saldos positivos entre 2 y 2.5% del PIB. Una reducción de este saldo al 0.5% del PIB no requiere

una modificación de las leyes vigentes y no influye negativamente en el control de la emisión monetaria y en la confianza de los operadores. El efecto negativo sobre la confianza puede evitarse aún más, si el banco central, siguiendo el ejemplo de la Reserva Federal de EUA, pone en práctica estrategias de comunicación con el público que permiten aclarar los beneficios de los cambios introducidos y las razones de su apoyo y participación en esta nueva conducción de la política económica.

Los depósitos de regulación monetaria también representan una fuente de financiación. Sin embargo, el uso de estos recursos requiere enmendar la Ley Orgánica. En el control de la emisión monetaria el Banco cuenta con grandes márgenes de discrecionalidad que le permitiría cooperar con las otras autoridades de política económica en la búsqueda del *policy mix* más adecuado para la economía, sin tener que perder el control de la emisión monetaria y la confianza de los mercados. El Banco puede variar el monto y la composición de los depósitos de regulación monetaria para financiar acciones útiles y necesarias para la economía. En este caso también, la participación del Banco en la nueva conducción de la política económica y la aclaración de las razones de esta elección a través de formas de comunicación más abiertas de las que actualmente usa, pueden evitar la pérdida de confianza de los operadores.

Finalmente, para no desperdiciar el gasto ligado a las políticas que pueden reforzar la estructura productiva, es posible introducir reformas institucionales que instituyen agencias fiscales independientes u otras entidades equivalentes, como proponen la literatura y algunas organizaciones internacionales. La presencia de estas agencias puede facilitar la discusión entre las autoridades de política económica, la identificación de las acciones prioritarias que se deben realizar y el buen uso de los recursos empleados.

La creciente debilidad de la estructura productiva y de la competitividad internacional de la economía mexicana hace necesario resolver, sin demoras, los problemas financieros e institucionales antes mencionados

y dirigirnos hacia una organización y una conducción de la política monetaria que permita contribuir con mejores resultados al desarrollo, al empleo y a la igualdad distributiva.

Referencias bibliográficas

- Aguiar de Medeiros C., 2008, Financial dependency and growth cycles in Latin American countries, *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(1), Fall, 79-99
- Banco de México, 2008, *La banca central y la importancia de la estabilidad económica*, Junio 16.
- Banco de México, 2009, Informe Trimestral de Inflación Abril-Junio 2009.
- Banco de México, 2013, Informe Trimestral de Inflación Abril - Junio 2013.
- Banco de México, 2017a, Informe Trimestral de Inflación Abril-Junio 2017.
- Banco de México, 2017b, Informe Trimestral de Inflación Julio - Septiembre 2017.
- Beestma R., Debrun X., 2005, Implementing the Stability and Growth Pact: Enforcement and procedural flexibility, *ECB Working Paper*, n. 433, January
- Bhattacharyya, N., 2012, Monetary Policy and employment in developing Asia, ILO Asia-Pacific Working Papers Series, Febrero-2012.
- BIS (Bank of International Settlements), 2005, Foreign exchange market intervention in emerging markets: Motives, Techniques and implications, *BIS Papers*, N° 24, Basel, mayo.
- Blanchard O. J., Giavazzi F., 2004, Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment, *CEPR Discussion Paper Series*, n. 4220.
- Blanchard O. J., Summers, L., 2017, Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future, PIIE-WP.
- Blinder A.S., 1997a, What central bank could learn from academics – and vice versa, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), Spring, 3-19.
- Blinder A.S., 1997b, Is Government too political?, *Foreign Affairs*, 76 (6), Nov.-Dec., 115-26.
- Blinder A.S., 1998, *Central Banking in Theory and Practise*, Cambridge: MIT Press
- Blinder A.S., 2004, *The Quiet Revolution: Central Banking goes Modern*, Yale University Press.

- Buiter W.H., Grafe C., 2004, Patching Up the Pact: Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union, *Economics of Transition*, 12 (1), 67-102.
- Bussière M., Cheng G., Chinn M.D., Lisack N., 2014, For a few dollars more: reserves and growth in times of crises, *National Bureau of Economic Research, Working Paper Series*, N. 19791, <http://www.nber.org/papers/w19791>
- Buti M., Eijffinger S., Franco D., 2002, Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment?, Mimeo. <http://www.cepii.fr/anglaisgraph/communications/pdf/2002/211102/franco.pdf>
- Calmfors L., 2005, What Remains of the Stability Pact and what next?, *Swedish Institute for European Policy Studies*, Report N. 8, November.
- Calvo, 2016, *Macroeconomics in Times of Liquidity Crisis*, MIT Press, Cambridge Massachusetts, London England.
- Canales-Kriljenko J.I., 2003, Foreign exchange intervention in developing and transition economies: Results of a survey, *IMF Working Paper* (WP/03/95).
- Capraro S., 2018, La ley de Thirlwall-González: teoría y evidencia empírica. Los casos de Brasil, México y Argentina en el periodo 1960-2014, próximamente.
- Capraro S., Perrotini I., 2012, Intervenciones cambiarias esterilizadas, teoría y evidencia: el caso de México, *Contaduría y Administración*, Vol. 57, Núm. 2, abril-junio, 11-44.
- Céspedes L.F., Chang R., Velasco A., 2014, Is inflation targeting still on target? The recent experience of Latin America, *International Finance*, 17 (2), Summer, 185-208.
- Chapoy Bonifaz, A., 2015, Monedas fuertes y monedas débiles, in López T.S., Mántey G., Panico C., coordinadores, *Repensando las Finanzas para el Crecimiento Estable de los Países en Desarrollo*, Mexico: FES Acatlán, UNAM.
- Cortés Espada, J. F., 2013, Una Estimación del Traspaso de las Variaciones en el Tipo de Cambio a los Precios en México, Banco de México, Documentos de Investigación, 2013-2.
- Fisher F., 1983, *Disequilibrium Foundations of Equilibrium Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.
- FMI, 2017, Achieving more with less, *Fiscal Monitor*, April.
- Frenkel R., 2015, Central banks in Latin America: In search of stability and growth. Introduction of the Symposium on “Monetary Policy and Cen-

- tral Banking in Latin America. *Comparative Economic System*, 57(3), September, 365-68.
- Friedman M., 1969, *The Optimum Quantity of Money*, Macmillan, Londres.
- Galindo, L. y Ros, J., 2008, Alternatives to Inflation Targeting in Mexico, *International Review of Applied Economics*, 22(2), pp. 201-214.
- Greenspan A., 1996, The challenge of central banking in a democratic society, *Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., 5 December 1996*, Federal Reserve Board, available at <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches>
- Hahn F.H., 1971, Professor Friedman's views on money, *Económica, New Series*, 149, Feb, 61-80.
- Hüfner F., 2004, Foreign exchange intervention as a monetary policy instrument. Evidence for inflation targeting countries, *ZEW Economic Studies* 23, Physica-Verlag, Heidelberg.
- Kaldor N., 1970, The new monetarism, *Lloyds Bank Review*, 96, July, reprinted in *Further Essays on Applied Economics*, London: Duckworth, 3-23.
- Keynes J.M., 1926, *The End of Laissez-Faire*, London: Hogarth Press. Reprinted in Keynes, 1931, *Essays in Persuasion*, London: Macmillan
- Keynes J.M., 1932, The monetary policy of the Labour Party, *The New Statesman and Nation*, Sept. 17 and 24; reprinted in Moggridge D., ed., *The Collected Writings of J.M. Keynes, vol. XXI, Activities 1931-1939 – World crises and policies in Britain and in America*, 128-37, London: Macmillan, 1982
- Keynes J.M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan. Traducción en español de Eduardo Hornedo, revisión de Ángel Martín Pérez, *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, Editorial Muñoz, 1965.
- Krueger, A., 1974, The Political Economy of the Rent-Seeking Society, *The American Economic Review*, Vol. 64, No. 3 (Jun., 1974), pp. 291-303
- Kydland F.E., Prescott E.C., 1977, Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, 85 (3), June, 473-91.
- International Relations Committee Task Force, 2006, The accumulation of foreign reserves, *European Central Bank, Occasional Paper Series*, no. 43, Frankfurt am Main, Germany
- Le Heron H., 2007, The new governance in monetary policy: A critical appraisal of the Fed and the ECB, in Arestis P., Hein E. and Le Heron E., eds.,

- Aspects of Modern Monetary and Macroeconomic Policies*, London: Palgrave Macmillan, 146-71
- Mántey G., 2009, Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México”, *Investigación Económica*, LXVIII, número especial, 47-78.
- MacKinnon R., 2002, *The dollar standard and its crisis-prone periphery: New rule for the game, Address Delivered on the Occasion of CEMLA’s Fiftieth Anniversary*, Mexico City.
- McCallum B., 1996, Crucial issues concerning central bank independence, *NBER Working Paper* 5597.
- Mohanty M.S., Turner P., 2005, Intervention: What are the domestic consequences? *BIS Research Papers*, 24, May, 56-81
- Mohanty M.S., Turner P., 2006, Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?, *BIS Quarterly Review*, September, 39-56
- OECD, 2017, *Designing effective independent fiscal institutions*, www.oecd.org/gov/budgeting
- Panico C., 2014, *Política monetaria y derechos humanos: un enfoque metodológico y su aplicación a Costa Rica, Guatemala y México*, CEPAL, Naciones Unidas, 2014-027, Octubre, LC/MEX/L.1162.
- Panico C., 2015, Comments on “Is fiscal policy coordination desirable for a monetary union? An assessment from the perspective of a small open economy” by Cabral R. y García Díaz, *Investigación Económica*, 74 (294), Octubre-Diciembre, 52-68.
- Panico C., Piccioni M., 2016, Keynes on central bank independence, *Studi Economici*, 1-3, 190-216.
- Panico C., Piccioni M., 2017, *Keynes, the Labour Party and central bank independence: some additional notes*, Università di Napoli ‘Federico II’, mimeograph.
- Panico C., Purificato F., Sapienza E., 2016, Quince años de integración monetaria en Europa, La crisis de deuda en Europa: origen, evolución y perspectivas, in Cordera R. y Perrotini I., coordinadores, *El Estado y la Crisis Global a Debate*, UNAM y Miguel Ángel Porrúa, Mexico, 209-38.
- Panico C., Rizza M.O., 2003, CBI and democracy: a historical perspective, in Arena R. and Salvadori N., eds., *Money, Credit and the Role of the State: Essays in Honour of Augusto Graziani*, Aldershot: Ashgate, 445-65

- Panico C., Vázquez Suarez M., 2008, Policy coordination in the Euro Area, *Studi Economici*, 96 (3), 5-31.
- Pisani-Ferry J., 2002, *Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone: Assessment and Proposals*, <http://www.pisani-ferry.net/base/re02-gea-disciplinevmai.Pdf>
- Posen A.S., 1993, Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics, in O'Brien R. (ed.), *Finance and the International Economy*, Vol. 7, *The Amex Bank Review Prize Essays. In memory of Richard Marjolin*, Chapter 3, Oxford University Press, Oxford, 41-54. Reprinted in Eijffinger S.C.W., ed., 1997, *Independent Central Banks and Economic Performance*, Elgar, Aldershot, 505-29.
- Posen A.S., 1995, Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link?, *Federal Reserve Bank of New York*.
- Prasad E.S., 2014, *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened its Grip on Global Finance*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press
- Rogoff K., 1985, The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, *Quarterly Journal of Economics*, 100 (4), November, 1169-89.
- Rosas-Rojas E., 2011, Intervención esterilizada en los mercados de cambios de América Latina: Brasil, Chile y México, *Problemas del Desarrollo*, 42 (167).
- Ros, J., 2013, *Algunas tesis equivocadas sobre el estancamiento económico de México*, México, El Colegio de México, UNAM, 2013. 156p.
- Rosengren, E., 2014, Should Full Employment Be A Mandate For Central Banks?, Federal Reserve Bank of Boston, 57th Economic Conference: "Fulfilling the Full Employment Mandate-Monetary Policy and the Labor Market".
- Samuelson P.A., 1966, A Summing Up, *Quarterly Journal of Economics*, November, 80 (4), 568-83
- Samuelson P.A., 1994, Panel discussion: how can monetary policy be improved?, in Fuhrer J.C., ed., Goals, guidelines, and constraints facing monetary policymakers. Proceedings of a conference held at North Falmouth, Mass., June, *Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series*, 38, 229-31.
- Sayers R.S., 1976, *The Bank of England: 1891-1944, Vols. 1 and 2*, Cambridge University Press.
- Steelman, A., 2011, The Federal Reserve's "Dual Mandate": The Evolution of an Idea, The Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief, 11-2.

-
- Stiglitz J., 1998, Central banking in a democratic society, *De Economist*, 146(2), 196–226
- Tobin J., 1994, Panel discussion: how can monetary policy be improved?, in Fuhrrer J.C., ed., Goals, guidelines, and constraints facing monetary policymakers. Proceedings of a conference held at North Falmouth, Mass., June, *Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series*, 38, 232–36.
- Von Hagen J., Mundschenk S., 2003, Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU, *International Journal of Finance and Economics*, 8, 279–95
- Wyplosz C., 2005, Fiscal policy: institutions versus rules, *National Institute Economic Review*, 191, 70–84.