

**Discurso del Dr. Guillermo Ortiz Martínez,  
Presidente del Consejo de Administración de Grupo Financiero  
Banorte**

**Conferencia internacional  
para conmemorar el 20 aniversario de la autonomía del  
Banco de México  
"Independencia de los bancos centrales - Avances y retos"**

**15 de octubre de 2013**

---

Buenas tardes a todos. Quisiera agradecer al Banco de México y al Gobernador Carstens la organización de este evento y su amable invitación a formar parte de tan distinguido panel.

\*\*\*

Los retos de los años 90

Cuando asumí la gubernatura del Banco de México, en 1998, el instituto central ya gozaba de autonomía. Mi tarea, en ese contexto, era la de construir sobre el trabajo realizado por Miguel Mancera para formular un marco de conducción de la política monetaria congruente con su independencia y conducente a un entorno de estabilidad de precios.

Los primeros años fueron muy difíciles para el Banco Central autónomo. La crisis financiera de fines de 1994 y 1995 tuvo una enorme repercusión sobre la solvencia de los bancos y el financiamiento de los mercados financieros. El cambio en el régimen cambiario de desliz preanunciado a uno de libre flotación fue sumamente traumático para muchos sectores de la economía. Por otra parte, aún existía mucha incertidumbre respecto de los costos fiscales de la crisis. Como consecuencia, la inflación había alcanzado niveles sumamente elevados, registrando 52.0% en 1995, 27.7% en 1996 y 15.7 en 1997.

Sin embargo, la crisis de los años 90 tuvo el resultado afortunado de que precipitó la adopción un régimen de tipo de cambio de libre flotación en el país. Durante el inicio de la década, México veía con algo de envidia al manejo macroeconómico de Canadá. Era notorio el éxito que esta economía tenía al tener un tipo de cambio flexible, aun compartiendo frontera con los Estados Unidos. No obstante lo anterior, la decisión de adoptar un régimen cambiario de libre flotación no fue una elección entre diversos regímenes, sino una necesidad dado que el Banco de México había agotado sus reservas internacionales. En ese momento, no estábamos convencidos de la conveniencia de adoptar un régimen de tipo de cambio flexible, dada la fragilidad estructural del peso con relación al dólar. En 1995, el objetivo de la política cambiaria del gobierno era el de migrar en el mediano plazo hacia un régimen de banda preanunciada. Así lo plasmé en el Plan Nacional de Desarrollo:

*“En el corto plazo, es conveniente mantener el régimen de flotación libre del tipo de cambio. Así lo aconseja el nivel de reservas internacionales del país y la conveniencia de que sea el propio mercado de divisas el que revele el nivel del tipo de cambio real, congruente con los varios objetivos de la política económica.*

*Sin embargo, para coadyuvar razonablemente a la consecución de los principales objetivos de la política económica, el rasgo esencial que deberá tener en el mediano plazo la evolución del tipo de cambio habrá de ser su predictibilidad, tanto nominal como real.*

*El Plan propone que, una vez que se hayan reconstituido significativamente las reservas internacionales y se haya establecido el nivel deseable de la paridad real, se proceda a fijar un sistema cambiario que ofrezca mayor predictibilidad a la cotización cambiaria, como la que ofrecería un sistema de flotación dentro de una banda preanunciada.” (Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000, pp. 121-122.)*

Este proyecto se sustentaba, por otra parte, en un análisis extenso de los regímenes cambiarios que imperaban es ese entonces entre los mercados emergentes en el que no encontramos una sola referencia de

libre flotación cambiaria entre las economías en desarrollo. Pero en el caso mexicano, el éxito de la libre flotación fue contundente.

A pesar de mi intención de volver a un régimen de banda preanunciada, la Secretaría de Hacienda y el Banco de México impulsaron la construcción de la infraestructura financiera necesaria para un funcionamiento eficiente del mercado cambiario, entre lo que destaca la autorización en abril de 1995 para la operación de futuros del peso en el mercado de Chicago (*Chicago Mercantile Exchange*). El desarrollo de los mercados de derivados del peso fomentó la utilización de nuestra moneda y contribuyó favorablemente al aumento del comercio con los Estados Unidos y la profundización de los mercados SPOT y a plazo. Hoy, el peso mexicano es la sexta moneda más operada a nivel internacional, de acuerdo con las últimas publicaciones del Banco de Pagos Internacionales; algo que nadie pensaba posible tras la crisis de 1994-1995.

Las acciones de política monetaria, por su parte, en los años posteriores a la crisis estuvieron dirigidas principalmente a restablecer condiciones ordenadas en los mercados financieros y a contener las presiones inflacionarias. Y, en mi papel como Secretario de Hacienda y Crédito Público, con la guía y el apoyo del presidente Zedillo enfrenté el reto de coordinar el restablecimiento del crédito para el país, así como las bases sólidas para la conducción de las finanzas públicas. Ello con el obstáculo adicional del fuerte costo fiscal asociado a la quiebra de numerosas instituciones financieras. Las reformas realizadas en esos años exigieron sacrificios importantes de toda la población mexicana, pero evitaron que nuestro país cayera en moratoria de pagos de su deuda externa. Estos esfuerzos rindieron frutos positivos y México fue capaz de lograr una recuperación fuerte, alcanzando una tasa de crecimiento anual promedio de 6.4% entre 1996 y 1997.

Una vez reestablecidas las condiciones ordenadas en los mercados financieros, fue claro que la instrumentación de la política monetaria debía enfocarse en mayor medida a contener las presiones inflacionarias. Una inflación elevada representa un obstáculo serio para el desarrollo y como ya se ha mencionado, empobrece sistemáticamente a los más desprotegidos.

Hacia finales de los años 90, la inflación aún registraba niveles de dos dígitos – 18.6% en 1998 y 12.3% en 1999 – y era necesario procurar un proceso inflacionario de largo plazo estable, compatible con el crecimiento y

desarrollo económico. Así, fue necesario reevaluar el marco de conducción de la política monetaria del Banco de México, en un contexto de independencia y autonomía. Resultó evidente que se debía actuar sobre las expectativas de los agentes económicos, transmitiendo de forma clara el compromiso del Banco de México en la lucha contra la inflación, y construir un mayor nivel de credibilidad para la institución. Este reto, ciertamente, planteaba interrogantes serias para la institución.

La experiencia de la crisis había minado seriamente la confianza en la estabilidad del país. Por otra parte, no había experiencia en la conducción de la política monetaria en un régimen de tipo de cambio flexible. Sin embargo, estaba claro que para lograr un mayor nivel de estabilidad y crecimiento económico, se debía primero lograr un contexto de estabilidad de precios.

### La instrumentación de la estabilidad

Hacia finales de los años 90, no estaba claro para la Junta de Gobierno del Banco de México cuál debía ser el marco de conducción de la política monetaria. Años antes, el Banco de Inglaterra había popularizado el esquema de objetivos de inflación – según el cual el banco central se compromete a conducir su política hacia un objetivo de inflación de largo plazo –, pero en ese momento eran relativamente pocos los bancos centrales que lo habían adoptado de manera formal y existían interrogantes serias respecto de su conveniencia para la economía mexicana.

Conceptualmente, el esquema de objetivos de inflación sólo es sostenible ante un proceso estacionario de inflación. En el contexto de los años posteriores la crisis de 1994-1995, la inflación ciertamente no exhibía un comportamiento estacionario. Por otra parte, en el contexto pos-crisis existía mucha incertidumbre respecto de cuál sería el nivel de crecimiento real de largo plazo del producto – y por tanto, qué meta de inflación era consistente con el desarrollo futuro del país. Por último, la incidencia relativamente grande que los precios de los bienes primarios tenían sobre la inflación general hacía conceptualmente impráctico este esquema para el caso mexicano.

En contraste, la claridad del esquema representaba beneficios potencialmente elevados en el manejo de expectativas de inflación, en la

medida que el banco central aumentara su credibilidad, y resultaba conceptualmente compatible con el régimen de libre flotación cambiaria. Por tanto, había que crear las condiciones necesarias para su implementación. Como se podrá imaginar, estos temas fueron objeto de amplias discusiones por parte de la Junta de Gobierno. Al final, este trabajo rindió frutos, pues México logró a través de la implementación creíble de un esquema de objetivos de inflación un desplome de la inflación en un contexto de crecimiento del producto interno bruto.

## 1. Metas intermedias de inflación

En una primera etapa, se fijaron metas anuales intermedias de inflación con el fin de converger hacia el nivel de inflación de nuestros socios comerciales y señalar la postura del banco central de forma clara. Gradualmente, se convergió a niveles bajos de inflación; en 1998, la meta anunciada de inflación fue 12% y el nivel observado fue de 18.6% (esta desviación se explicó por la crisis asiática y de Rusia); en 1999, la meta anunciada fue 13% y la inflación observada fue 12.3%; y en el año 2000, con una meta anunciada de 10% anual, se logró un nivel de inflación de 9.0%. En términos contemporáneos, se implementó una política de *forward guidance* sobre la meta de inflación con las características que mencionó ayer Jean-Claude Trichet en su discurso.

## 2. Información y comunicación

Paralelamente, se trabajó en incrementar la información disponible para realizar una mejor lectura del estado y las perspectivas de la inflación, así como brindar al público mayores elementos con los cuales evaluar el desempeño del banco central. En este sentido, en el 2000, se introdujo por primera vez el concepto de inflación subyacente para proveer una caracterización más completa de la dinámica de los precios y las fuentes de sus variaciones.

La política monetaria incide sobre la inflación a través de sus efectos sobre las decisiones de consumo, inversión y ahorro de los agentes económicos y por tanto, sobre la demanda agregada. Sin embargo, hay circunstancias en las que la autoridad monetaria no puede controlar el nivel general de inflación sin generar costos sociales significativos. Éste es el

caso de choques de oferta que generan una escasez relativa en bienes primarios que no tienen sustitutos cercanos. Estos choques pueden generar aumentos importantes en el nivel de inflación sin que ello, por sí mismo, implique un incremento generalizado en el nivel de precios. En estas instancias, la política óptima es acomodar estos choques, procurando que incrementos en la inflación no contaminen las expectativas de los agentes ni minen la credibilidad del banco central.

Sin embargo, si el banco central no tiene instrumentos con los cuales comunicar el carácter transitorio del ajuste en los precios relativos a los agentes económicos, enfrentará la difícil decisión de afectar negativamente a la demanda agregada, a través de un apretamiento monetario, en persecución de un menor nivel de inflación o arriesgar que el choque de oferta genere presiones de segundo orden sobre los precios de la economía. Por tanto, un mayor nivel de indicadores provee a la autoridad monetaria mayores elementos con los cuales influenciar a las expectativas de los agentes económicos. En este sentido, la definición del concepto de inflación subyacente representó un elemento clave hacia la convergencia a un esquema de objetivos de inflación, pues permitió al banco central separar aquellos fenómenos que incidían de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.

Adicionalmente, se fortaleció la comunicación para del instituto central con respecto a las decisiones de política monetaria y sus expectativas sobre la trayectoria futura del crecimiento y la inflación. En el año 2000, el Banco de México comenzó a publicar Informes Trimestrales de Inflación. A través de estos reportes, se estableció un proceso periódico con el cual el banco central podía explicar de forma clara y detallada sus decisiones de política monetaria, así como plantear su perspectiva en torno a los riesgos futuros a la inflación y el crecimiento. A través de una mayor claridad en torno a la función de reacción de política monetaria, los agentes económicos enfrentaban un menor nivel de incertidumbre sobre el curso futuro de la economía. Esto ayudó a disminuir el elevado nivel de inercia que exhibía la inflación al dejar claro que la política monetaria se conduciría de forma preventiva, en vez de reactiva.

Por último, también en el año 2000, el Banco de México anunció su intención de establecer formalmente un régimen de objetivos de inflación

para la conducción de la política monetaria para el 2003. En el intermedio, se adoptaron metas temporales de inflación; 6.5% para el 2001 y 4.5% para el 2002. En el 2003, se adoptó de manera formal la meta multianual de inflación de 3% anual con un intervalo de variabilidad de +/-1%; la cual posteriormente se estableció como objetivo permanente de inflación. Por primera vez, una política monetaria autónoma desempeñaría el papel de ancla nominal en la economía.

En cuanto a la ventaja que representó la autonomía del banco central en este aspecto, habría que remarcar que México fue uno de los primeros países en establecer a nivel constitucional el mandato único del instituto central hacia la estabilidad de precios. Esto implicó para el Banco de México una fortaleza, en tanto que su prioridad estaba claramente establecida en la ley. Por otra parte, su estructura de gobernanza y relación con el gobierno facilitaron la continuidad en la política monetaria (al fijar la renovación escalonada de la Junta de Gobierno) y la rendición de cuentas a la sociedad por parte del instituto central – el Gobernador del Banco de México debe comparecer ante el congreso cuando éste lo solicite. Estos elementos sin duda contribuyeron a fortalecer la credibilidad del banco central en su lucha contra la inflación.

### 3. Objetivo permanente de inflación

Con la adopción formal de un esquema de objetivos de inflación se establecieron los elementos principales del marco de conducción de la política monetaria actual. Éstos son (i) el reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria; (ii) el anuncio de una meta permanente de inflación; (iii) la aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria; (iv) un análisis detallado de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios; y (v) el uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para identificar adecuadamente la naturaleza de los choques que afectan a la inflación.

Este marco generó resultados favorables en el combate a la inflación durante la década siguiente. El traspaso inflacionario de los choques de tipo de cambio se redujo considerablemente; la persistencia de la inflación

disminuyó sustancialmente; la volatilidad de diversos indicadores macroeconómicos y financieros ha bajado; y las expectativas de inflación del sector privado se han anclado a niveles cercanos al objetivo permanente de inflación. Así, entre el 2003 y el 2012, el promedio de la inflación en México fue de 4.3% anual, mientras que en la década anterior lo había sido de 16.0% anual.

Adicionalmente, con la decisión de sustituir el instrumento principal del banco central, el “corto”, con la tasa de fondeo interbancario a un día – tomada en el 2005 – el Banco de México homologó su instrumentación de la política monetaria con la de los principales bancos centrales del mundo. También se decidió publicar un comunicado de prensa al término de las reuniones de la Junta de Gobierno del Banco de México. Como lo explicó ayer el Gobernador Carstens, más recientemente se decidió publicar las minutas de las discusiones de la Junta de Gobierno sobre política monetaria, contribuyendo así a la transparencia y la comunicación.

En general, el entorno de estabilidad de precios ha representado un elemento central en el proceso de estabilización. Sin embargo, en esta empresa también habría que destacar la adopción de un régimen de tipo de cambio de libre flotación, un manejo prudente de las finanzas públicas y el fortalecimiento del marco regulatorio del sector financiero. Por tanto, la consolidación de un banco central independiente con una conducción eficiente de la política monetaria constituye actualmente uno de los pilares principales de la estabilidad macroeconómica del país. Entre los beneficios que se han derivado de la estabilización se encuentran:

1. La reducción significativa de las tasas de interés reales y nominales,
2. El estímulo a la eficiencia, flexibilidad y profundidad del sistema financiero,
3. El aumento de los niveles y la disminución de la volatilidad de diversos agregados macroeconómicos (consumo, inversión, producción, etc.),
4. Una mayor disponibilidad de crédito a los hogares, tanto al consumo como a la vivienda, y
5. Mayores recursos y alternativas de financiamiento para que se lleven a cabo proyectos de inversión de largo plazo.

En este contexto, se debería remarcar el papel importante que jugaron estas políticas durante la crisis mundial de 2007-2009. Ante un hecho histórico, en el que las economías más avanzadas del mundo provocaron la

recesión global más profunda desde la Gran Depresión, la economía mexicana pudo resistir los choques externos y lograr un nivel de ajuste que apoyó una recuperación fuerte. Durante el embate de finales de 2008, que causó una depreciación del tipo de cambio nominal cercano al 60% y que la inflación se elevó a niveles por encima de 6%, las expectativas de inflación de largo plazo se mantuvieron ancladas, el sistema financiero no sufrió una crisis y la deuda pública se mantuvo relativamente estable.

Por primera vez en su historia, el país pudo implementar políticas contra-cíclicas para atenuar la desaceleración económica sin provocar desbalances económicos mayores. Entre enero y julio de 2009, el Banco de México redujo la tasa de fondeo en 375 puntos base – de 8.25% a 4.50% anual. Un factor central para el logro de este resultado fue que el Banco de México tenía muy claro que la política monetaria y la política financiera van de la mano. Lo entendió debido a la crisis de 1994-1995, mucho antes que los principales bancos centrales del mundo, como lo mencionó ayer José De Gregorio.

Hoy, se abren nuevas perspectivas para el país precisamente porque ha logrado fortalecer sus fundamentos económicos y construir un consenso social en torno a la estabilidad y la ortodoxia económica.

### Perspectivas para el futuro

En conclusión, quisiera remarcar que los avances logrados en materia macroeconómica representan un logro sustancial para la sociedad mexicana. Sin embargo, es importante recordar que si bien ésta es una condición necesaria para el desarrollo económico, no es condición suficiente. En este sentido, debe entenderse como un medio para alcanzar un mayor nivel de desarrollo de la población y no un fin en sí mismo. Éste debe ser el objetivo rector de las políticas públicas y su criterio de evaluación último.

En la medida en que logremos ir avanzando hacia un estadio más elevado de desarrollo, la conducción de la política monetaria no debe dar por sentada la estabilidad. En última instancia, es la estructura completa de la economía la que restringe la eficacia que puede tener el banco central en el control de la inflación. Como hemos visto recientemente en los países avanzados, la falta de una previsión detallada de los riesgos presentes en la

economía puede generar costos sociales sustanciales. Así, los mayores retos que enfrenta el Banco de México en esta nueva etapa consisten no sólo en consolidar la convergencia de la inflación hacia su objetivo permanente, sino también en ser capaz de rediseñar su marco conceptual y operativo de acuerdo a los cambios que se generen en el país y en el entorno global.

Si bien la adopción del esquema de objetivos de inflación en la conducción de la política monetaria ha logrado un elevado nivel de credibilidad por parte del banco central en la lucha contra la inflación, la interconexión económica y financiera y los efectos externos de las políticas monetarias no convencionales adoptadas por los países avanzados (los llamados *spillovers*) han motivado un cuestionamiento sobre la congruencia de este esquema con la nueva estructura de la economía internacional. Antes de la Gran Recesión – la cual Jean-Claude Trichet recientemente denominó, en alusión a la Crisis Latinoamericana de los 80 y la Crisis Asiática de los 90, la “Crisis de las Economías Avanzadas”<sup>1</sup> –, se creía que la estabilidad de precios era condición suficiente para la estabilidad financiera. Supuestamente, si cada banco central procuraba tener su “casa en orden”, la economía global no estaría sujeta a desbalances económicos en tanto que se permitiera la libre flotación de las monedas. Sin embargo, la crisis de 2007-2009 causó una ruptura con el consenso anterior; generando un ejercicio de introspección similar al que la debacle de 1994-1995 obligó en el Banco de México.

En este sentido, nuestro instituto central tiene la responsabilidad de defender los elementos de su marco de conducción de política monetaria que deben conservarse y fortalecer los elementos que contribuyan a un mejor manejo de riesgos en el nuevo escenario global. Esta tarea la está realizando atinadamente. En particular, el esquema de objetivos de inflación continúa siendo un pilar clave para el control sobre la inflación, congruente con un régimen de tipo de cambio flexible – mismo que ha desempeñado un papel importante en la recuperación Mexicana de los últimos años.

Es claro que la importancia relativa de los choques – internos vs externos – que afectan a la economía mexicana, y a las economías emergentes en general, es hoy radicalmente distinta a la que imperaba

---

<sup>1</sup> Trichet, Jean-Claude. *Central Banking in the Crisis - Conceptual Convergence and Open Questions on Unconventional Monetary Policy*. Per Jacobsson Foundation, 2013.

previo a la crisis de 2007-2009. La fragilidad de la recuperación en las economías avanzadas y su empleo masivo de estímulo monetario presentan a los bancos centrales de las economías emergentes nuevos retos en términos de conducción de política monetaria y manejo de riesgos. En particular, la creciente volatilidad en los flujos internacionales de capital ha generado un mayor nivel de interdependencia entre las políticas monetarias de los países. Claramente, salvaguardar la credibilidad del Banco de México en este nuevo entorno implica esfuerzos constantes en materia de análisis y comunicación para brindar – en la medida de lo posible – estabilidad y certidumbre a la economía.

Por otra parte, una regulación y supervisión eficiente del sistema financiero mexicano es esencial para orientar su desarrollo hacia el crecimiento económico y evitar el surgimiento de riesgos que amenacen la estabilidad del país. Un paso importante en esta dirección se dio con el establecimiento del Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero, pero el marco debe fortalecerse a través del desarrollo y la implementación clara y eficaz de reglas macroprudenciales.

Finalmente, resulta esencial mantener un solo objetivo constitucional para el mandato del Banco de México. Esto es importante no sólo por su contribución a la credibilidad del banco central y su efecto sobre las expectativas de los agentes económicos, sino también porque ayuda a evitar los “malabarismos” en materia de comunicación que hoy gozan de tanta popularidad.

\*\*\*