
La financiarización y la dominación de la política monetaria en México durante la pandemia

*César Duarte Rivera*¹
Instituto de Investigaciones Económicas
Universidad Nacional autónoma de México (Mexico)

Recibido: 27-11-2023

Aceptado: 23-12-2023

¹ cesar.duarte.rivera@comunidad.unam.mx

La financiarización y la dominación de la política monetaria en México durante la pandemia

Resumen. El artículo analiza los efectos de la financiarización sobre la política económica en México. El proceso de financiarización y liberalización financiera trajo aparejado una serie de modificaciones estructurales en la implementación de la política económica. Así se entró en un momento de dominación de la política monetaria, donde el papel de la política fiscal ha sido relegado y se ha encargado a los bancos centrales la conducción de la intervención estatal en la economía. Por su parte la política monetaria en este contexto tiene dos características principales, la estrategia de metas de inflación y la priorización del objetivo de estabilidad del nivel de precios. En economías como la mexicana, se ha hecho eco de la modificación en las estrategias de política económica con la particularidad de que el tipo de cambio se ha convertido en un objetivo implícito de política. Ello se explica por la fuerte dependencia de la economía mexicana respecto al exterior y las posibles consecuencias que una crisis de depreciación cambiaria causada por una salida masiva de capitales pudiera tener sobre la economía. Esto también limita la capacidad de actuación del Banco de México, al tener que considerar los acontecimientos internacionales para definir su actuación. La reacción de las autoridades mexicanas durante la pandemia mostró claramente la operación de este esquema de dominación subordinada de política monetaria, el cual fue altamente inefectivo al ser incapaz de impactar sobre el financiamiento bancario a través de las facilidades de liquidez, lo que trajo como consecuencia la caída en la actividad económica más profunda desde la Gran Depresión.

Palabras clave: Financiarización, Política económica, Tipo de cambio, Metas de inflación.

Clasificación JEL: H30, E31, E43, E44, E58.

Financialization and monetary policy dominance in Mexico during the pandemic

Abstract. The article analyzes the effects of financing on economic policy in Mexico. The financing and financial liberalization process brought with it a series of structural modifications in implementing economic policy. Thus, we entered a moment of domination of monetary policy, where the role of fiscal policy has been relegated and central banks have been entrusted with conducting state intervention in the economy. For its part, monetary policy in this context has two main characteristics, the inflation targeting strategy and the prioritization of the objective of price level stability. In economies such as Mexico, the modification in economic policy strategies has been echoed with the particularity that the exchange rate has become an implicit policy objective. This is explained by the strong dependence of the Mexican economy on the outside world and the possible consequences that a currency depreciation crisis caused by a massive outflow of capital could have on the economy. This also limits the Bank of Mexico's ability to act, having to consider international events to define its actions. The reaction of the Mexican authorities during the pandemic clearly showed the operation of this scheme of subordinate domination of monetary policy, which was highly ineffective as it was unable to impact bank financing through liquidity facilities, which resulted in the deepest drop-in economic activity since the Great Depression.

Keywords: Financialization, Economic policy, Exchange rate, Inflation targeting.

JEL codes: H30, E31, E43, E44, E58.

1. Introducción

El proceso de financiarización ha sido analizado desde distintas perspectivas teóricas, enfocando los estudios en los impactos que tiene este fenómeno sobre sectores económicos específicos. Recientemente ha surgido cada vez más la discusión en torno a los efectos que tiene la financiarización sobre el estado. Ello ha llevado a una vasta bibliografía a explorar la manera en la que el proceso de financiarización modifica la estructura y los intereses del estado, al menos en lo que se refiere a su aspecto económico. En este artículo se busca contribuir a esta discusión analizando la manera en la cual el proceso de financiarización ha afectado la utilización de la política económica en México.

El análisis se da en torno a dos ejes principales. El primero tiene que ver con la forma en la que, como consecuencia de la imposición de la lógica financiera en la conducción de la política económica se ha impuesto la disciplina fiscal y se ha encargado la conducción del ciclo económico a los bancos centrales en lo que se conoce como dominación de la política monetaria, considerando las particularidades que este proceso ha tenido en economías como la mexicana. En el segundo eje se discute la capacidad que tienen los bancos centrales para impactar sobre el comportamiento general de la economía, tomando como ejemplo la reacción de las autoridades monetarias a la crisis económica provocada por la pandemia.

Para ello en la segunda sección se analiza el proceso de dominación de la política monetaria que ha surgido como consecuencia del crecimiento acelerado de los mercados financieros y la financiarización. En el tercer apartado se afirma que en México la dominación de la política monetaria es subordinada, en respuesta a la manera en la que la financiarización ha ocurrido en este país, donde el peso de los mercados financieros internacionales ha hecho que el tipo de cambio sea una variable fundamental para la conducción de la política monetaria. En la cuarta sección se discuten las medidas implementadas por el gobierno federal y el Banco de México para hacer frente a la pandemia, mostrando la incapacidad del banco central para afectar las condiciones de financiamiento de la economía y la importancia que se le asigna a la estabilidad del tipo de cambio incluso en condiciones de emergencia económica. Finalmente se presentan algunas reflexiones finales.

2. La financiarización y la política económica

La financiarización es un proceso que ha sido sumamente estudiado en los últimos años, específicamente desde perspectivas críticas del pensamiento neoclásico. Aunque ello ha llevado a que la misma definición de la palabra financiarización haya sido objeto de debate, en términos generales podemos entenderlo como “el desplazamiento a largo plazo del centro de gravedad de la economía capitalista de la producción al sector financiero” (Foster, 2010, p. 2). La caída en las ganancias durante la década de los setenta obligó a los capitalistas a buscar fuentes alternativas de rentabilidad. Los mercados financieros se convirtieron así en el centro de atención de las inversiones y por tanto de la economía en su conjunto. De ser considerados como una fuente más de financiamiento que permitiera ampliar la producción, ahora pasaron a ser la fuente primordial de ganancias (Duménil & Lévy, 2011).

Más allá de los impactos que ha tenido este proceso sobre la esfera financiera diversos análisis se han interesado por la influencia que tiene el proceso de financiarización sobre los sistemas económicos. Así se han realizado estudios que analizan el impacto de la financiarización sobre los mercados de commodities (Wray 2008), las relaciones laborales

(Ruesga 2012), la distribución del ingreso (Stockhammer 2012) e incluso el arte (Velthius y Coslor 2012). En años recientes el papel del Estado dentro del proceso de financiarización ha sido también objeto de análisis. De acuerdo con Karwowski (2019) podemos definir la financiarización del Estado como la influencia creciente de los instrumentos, mercados y estrategias de acumulación financieras en las actividades estatales de forma que pueden llegar a ser perjudiciales para la responsabilidad estatal ante sus ciudadanos. Esta influencia puede manifestarse de cuatro formas: la adopción de la lógica financiera en las instituciones estatales, el apoyo a la innovación financiera, la adopción de estrategias de acumulación financiera, y la promoción de la financiarización de la vida de los ciudadanos (Karwowski, 2019).

A ellas podemos añadir, la transformación en la implementación de la política económica. La dominación del sector financiero ha generado condiciones distintas de funcionamiento del sistema económico en su conjunto, lo cual obligó a adoptar diferentes estrategias estatales de intervención en la economía. Ello se ha manifestado a través de un cambio en el peso que tienen las políticas dentro del repertorio de instrumentos a disposición del estado. “En las últimas dos décadas se ha presentado un cambio mayor dentro de la política macroeconómica en términos de la importancia relativa dada a la política monetaria y a la política fiscal, donde la política monetaria ha aumentado en importancia considerablemente y la política fiscal ha sido tan degradada que rara vez es mencionada” (Arestis & Sawyer, 2003, p. 3).

De acuerdo con Wansleben (2022) fueron dos las transformaciones fundamentales que dieron pie a la consolidación de la política monetaria y los bancos centrales. El primero fue la creciente dependencia por parte de los hogares y las empresas de los ingresos o la deuda obtenidos en los mercados financieros. El segundo es el cambio en el manejo de las hojas de balance por parte de las empresas y sobre todo de los bancos, donde el valor de mercado de los activos se vuelve ahora más relevante, lo cual se ve reflejado en la creciente importancia de los mercados de activos de corto plazo. Ambos fenómenos juntos aumentaron la influencia de las decisiones de los bancos centrales sobre el funcionamiento general de la economía (Wansleben, 2022). La tasa de interés se transformó en un instrumento fundamental para influir en una economía que respondía cada vez más a las condiciones del sistema financiero.

El mayor peso de los bancos centrales vino acompañado por modificaciones fundamentales en su operación. Los bancos centrales tuvieron que adaptarse a las nuevas condiciones impuestas por las finanzas, lo que los orilló a modificar su forma de implementar políticas (Wansleben, 2022). Pero la causalidad de ambos fenómenos se presenta en ambos sentidos; al mismo tiempo que los bancos centrales se han adaptado a las nuevas condiciones, su actuación ha fomentado el mismo proceso de financiarización. “El ascenso de la banca central [...] ha promovido un crecimiento financiero insostenible, incluyendo la creación de sistemas financieros demasiado grandes, mercados de activos hinchados y deuda excesiva” (Wansleben, 2022, p. 57). La búsqueda constante por la estabilidad en las tasas de interés, el crecimiento y la inflación por parte de los bancos centrales ha contribuido a que las empresas financieras tomen riesgos excesivos (Wansleben, 2022).

Esta política, influida fuertemente por la teoría del nuevo consenso macroeconómico, tiene dos características fundamentales, su implementación mediante el control de la tasa de interés de corto plazo (regla de Taylor) y la estrategia de metas de inflación. (Rochon & Setterfield, 2007, p. 16). Incluso cuando los bancos centrales cuentan con diversos objetivos, el control de la inflación prevalece como el objetivo principal (Rochon & Setterfield, 2007, p.

17), buscando el objetivo de empleo o producción únicamente durante caídas profundas de la actividad económica, cuando la inflación está contenida (Jacobs & King, 2021). Las políticas contractivas que tienen como fin último la estabilidad del nivel de precios, garantizan que las ganancias financieras mantengan su valor. Después de todo, como afirma la teoría económica prácticamente desde sus inicios, la inflación perjudica al acreedor y beneficia al deudor (Smith, 1994).

A diferencia de lo ocurrido anteriormente, la estrategia de metas de inflación basada en el manejo de expectativas está enfocada sobre todo a los mercados financieros, ya que es ahí donde los movimientos de la tasa de interés de corto plazo se transmiten a la tasa de interés de largo plazo, la cual se considera tiene el mayor peso en las decisiones de los agentes económicos (Wansleben, 2022). Este régimen ha permitido a los bancos centrales contar con medios efectivos de transmisión e implementación de política pero también los ha llevado a operar como estabilizadores y promotores activos de la financiarización (Walter & Wansleben, 2021, p. 629), recompensando de manera efectiva a los más ricos, siendo generadores de desigualdad (Jacobs & King, 2021).

Como consecuencia, los bancos centrales, operando bajo la lógica del manejo de la liquidez diaria y el manejo de expectativas, se han visto inmersos en las fallas fundamentales de los mercados financieros, la liquidez inestable y la solvencia frágil (Walter & Wansleben, 2021, p. 647). Cuando las tasas de interés disminuyen y aumenta el precio de los activos, se crean condiciones para ampliar los préstamos y el crédito ya que aumentan el valor de los colaterales de los prestamistas. Al mismo tiempo se estimula la toma de mayores riesgos debido a que los rendimientos de tasa de interés han disminuido, presionando los márgenes de ganancia de los bancos; todo lo cual lleva a un sistema financiero más vulnerable, menos susceptible de contener shocks adversos, aumentando los riesgos para la estabilidad financiera (Adrian & Liang, 2016, p. 4).

La política fiscal ocupa un lugar secundario en las estrategias de intervención estatal en la economía, dejando únicamente a la política monetaria la tarea de resolver los diversos problemas económicos que puedan ir surgiendo (Rochon & Setterfield, 2008). Según Furman (2016) hasta antes de la crisis de 2007-2008 la visión en torno a la política fiscal se podía resumir en cuatro características: la política fiscal discrecional está dominada por la política monetaria como medida de estabilización; los estímulos fiscales discretos son completamente inefectivos o parcialmente inefectivos con efectos colaterales negativos; la estabilización fiscal debe priorizar el balance fiscal de largo plazo; los hacedores de política que ignoran estos hechos deben al menos asegurarse que cualquier estímulo fiscal sea de muy corto plazo, de forma que la política monetaria pueda operar y se eviten efectos colaterales perjudiciales.

La política fiscal queda reducida entonces a funcionar como un estabilizador automático que puede llegar a contrarrestar las oscilaciones económicas. Adoptando el esquema de equilibrio fiscal, se puede incurrir en déficit o superávit fiscal en respuesta a las variaciones cíclicas de la economía, lo cual puede ayudar a estabilizar el ciclo (Arestis & Sawyer, 2010), sin embargo esto no es resultado de una política activa de intervención, sino de la manera en la que está diseñada la recaudación y el gasto fiscal. Goodfriend (2007) identifica la crisis de 2001 como el momento clave que dio pie a la idea de que la política monetaria es capaz de estabilizar no solo el nivel de precios sino también el nivel de producción. Después de una década de construcción de credibilidad del banco central en los Estados Unidos, donde se identificó el control de precios como el objetivo fundamental, la política monetaria expansiva mediante la reducción agresiva de la tasa de interés permitió

atenuar la caída en la demanda agregada y el empleo, sin generar cambios considerables en las expectativas de inflación. “El nuevo consenso operante en la política monetaria ha ayudado a reducir la volatilidad tanto de la inflación como de la producción” (Goodfriend, 2007, p. 56).

Esto rompe radicalmente con la perspectiva keynesiana y poskeynesiana de la política fiscal, que considera que, al estimular directamente la demanda agregada, es un instrumento importante de expansión de la actividad económica; algo que la política monetaria puede realizar solo hasta cierto punto. Ya desde la época de Keynes se reconocía que, aunque la política monetaria puede ser una herramienta útil para estimular la actividad económica, existen ciertos límites a su efectividad (Keynes 2003). Lo ocurrido en Estados Unidos durante la crisis de 2007-2008 es una manifestación de estos límites. La implementación de políticas monetarias no convencionales, principalmente de la flexibilización cuantitativa, surgieron como consecuencia de la incapacidad de seguir utilizando la tasa de interés como instrumento central de política, al haber alcanzado niveles cercanos al cero.

Este hecho ha sido resaltado una y otra vez por autores de distintos enfoques teóricos; la política monetaria no puede lograr por sí sola la recuperación de la actividad económica en momentos de crisis (Bernanke 2020; Marshall 2018; Rochon y Vallet 2019; Seccareccia 2020; Yellen 2016); lo cual ha llevado a adoptar una nueva perspectiva en torno a la política fiscal, promovida incluso por instituciones como el Fondo Monetario Internacional y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (Furman, 2016). No obstante, esta nueva perspectiva aún no se ha consolidado del todo, como lo muestra la respuesta a los estímulos fiscales ocurridos durante la pandemia y el temor generalizado por las presiones inflacionarias surgidas en ese momento. Al menos para Estados Unidos, la Reserva Federal continua realizando operaciones fiscales, ampliando su influencia más allá de los bancos comerciales, para extender préstamos directamente a grandes empresas (Jacobs & King, 2021).

Por otra parte, los bancos centrales, reconociendo la importancia creciente de los sectores y la riqueza financiera, tuvieron que recurrir a inyecciones grandes de liquidez con tal de contrarrestar los altos riesgos de la dependencia de los hogares a lo que ocurría en los mercados financieros; sin embargo este tipo de medidas solo han logrado perpetuar el crecimiento financiero inestable (Wansleben, 2022, p. 61). La flexibilización cuantitativa impulsó las acciones generando enormes ganancias para los sectores más altos, al tiempo que las tasas de interés bajas disminuyeron los costos de préstamos para los bancos lo que permitió obtener mayores ganancias (Jacobs & King, 2021, p. 10).

La razón de los límites que enfrentan los bancos centrales se explican en gran medida porque la implementación de sus políticas depende de la coordinación y cooperación de diversos actores, sobre los cuales se ejerce un nivel muy bajo de coerción (Wansleben, 2022, p. 52). Esto representa una transferencia de la implementación de las políticas al mercado; son las instituciones financieras quienes en última instancia deciden seguir o no las estrategias planteadas por el banco central. “Los hacedores de política no establecen la política: únicamente validaban las expectativas de política del mercado, consistentes con el balance de los riesgos en la economía” (Krippner, 2011, p. 134). Según Krippner (2011, p. 108), al tiempo que esto ha desviado la atención sobre el papel que tienen los hacedores de política en la dirección de la economía también ha comprometido el control de esos mismos actores sobre la política. Los bancos centrales descansan en complejos mecanismos de transmisión para que sus acciones tengan efecto sobre el sistema económico. De alguna

manera, las decisiones de los bancos centrales deben ser aprobadas por los participantes en los mercados.

3. La dominación subordinada de la política monetaria en México

El proceso de financiarización se ha manifestado en economías subdesarrolladas como la mexicana de manera pasiva, en respuesta a los cambios ocurridos en los países desarrollados. México se ha transformado en un espacio de realización de ganancias para empresas extranjeras (Correa, Vidal, & Marshall, 2012). Este proceso comenzó desde la década de los setenta con el crecimiento acelerado del crédito otorgado a los gobiernos de países subdesarrollados que terminó por generar la crisis de la deuda en 1982 y la llamada década pérdida para América Latina. La expansión del crédito implicó una modificación sustancial en el proceso de producción y acumulación en las economías endeudadas; las tasas de interés locales dieron paso a las internacionales, el tipo de cambio comenzó a fluctuar en respuesta a las expectativas de ganancia e inversión, y la economía doméstica se introdujo en el ciclo internacional de crédito que responde a los intereses de los conglomerados bancarios internacionales (Correa et al., 2012). La financiarización en México vino de la mano del proceso de liberalización financiera.

A finales de la década de los ochenta este proceso se profundizó mediante la implementación del programa de privatización de empresas y bancos públicos, la flotación de acciones y bonos resultantes de estas operaciones y la bursatilización de gran parte de la deuda externa; todo lo que terminó generando nuevos espacios de ganancias para bancos de inversión locales y extranjeros. Además, la desregulación financiera permitió grandes flujos de inversión de cartera que ahora podían comprar también deuda pública y la participación de capitales extranjeros en instituciones financieras nacionales (Correa et al., 2012). “A partir de 1990 la entrada de capital de cartera se convirtió en el principal instrumento de financiamiento del desequilibrio externo (que persistió a pesar del auge exportador) y en el principal mecanismo para estabilizar el tipo de cambio, condición necesaria para mantener la confianza de los operadores financieros” (Guillén, 2021, p. 24). La idea era que el crecimiento debía basarse en el ahorro externo, suponiendo que el capital de fuera permitiría el aumento de la tasa de inversión (Guillén, 2021).

Todo ello ha modificado el manejo de la política económica en México. El estado se concentra ahora en el manejo de las políticas macroeconómicas donde el tipo de cambio y la tasa de interés se han transformado en las variables clave (Guillén, 2021). El papel de la política fiscal ha disminuido de manera considerable como consecuencia de la implementación de reformas institucionales tales como la privatización de empresas públicas incluyendo bancos, las reformas financieras, la descentralización fiscal, las leyes de responsabilidad fiscal, la adopción de techos de deuda, la aparición de las asociaciones público-privadas y reformas fiscales, de administración pública y de fondos de pensiones (Correa, 2012).

Esta transformación, iniciada desde la década de los ochenta, se terminó por consolidar en la década de los noventa, mediante la adopción de gran parte de las recomendaciones del Consenso de Washington. Las reformas implementadas llevaron al abandono de la política fiscal y la inversión pública como componente fundamental del crecimiento (Capraro & Panico, 2021), incluso en momentos de crisis graves, como lo ocurrido en 2008. “El logro más destacado del gobierno ha sido la abolición práctica de la política fiscal como instrumento para promover el crecimiento” (Correa, 2012, p. 93).

Así, el poco crecimiento económico que ha caracterizado a la economía mexicana ha estado sostenido en el sector externo: exportaciones y flujos de capital (Correa, 2012, p. 93). De las primeras, existe una fuerte dependencia del mercado estadounidense, ya que alrededor del 80% de las exportaciones mexicanas son enviadas a Estados Unidos (Banco de México, 2023). Respecto a los flujos de capital, la inversión de cartera asociada con la deuda pública ha venido jugando un papel cada vez más importante. A ello hay que agregar el papel de las remesas de los migrantes mexicanos en el exterior, que también responden en gran medida al ciclo económico estadounidense.

Por su parte, el banco central, Banco de México, ha venido ocupando paulatinamente el papel dejado por la política fiscal, en respuesta a los cambios fundamentales y estructurales que ha enfrentado la economía mexicana como consecuencia de la liberalización financiera y el proceso de financiarización. En 1993 fue aprobada la modificación del artículo 28 constitucional y la Ley del Banco de México donde se estableció la autonomía de la institución, permitiéndole tomar decisiones independientes respecto a las variables monetarias. Según uno de los subgobernadores del Banco de México "con una autoridad monetaria autónoma que tenga un mandato muy claro se elimina el financiamiento del déficit fiscal mediante la impresión de billetes. Además, la independencia presupuestal y administrativa le da al banco central la libertad para cumplir con su objetivo principal, que es el abatimiento de la inflación" (Heath & Acosta Margain, 2019, p. 13). Siguiendo a Panico y Moreno-Brid (2019), más que garantizar un mayor control de la emisión monetaria la autonomía era necesaria para aumentar la credibilidad frente a los mercados financieros internacionales, generando por tanto una mayor dependencia de la política monetaria a los fenómenos externos.

También se estableció que el objetivo fundamental es la estabilidad del poder adquisitivo, sin embargo este es señalado únicamente como una condición para alcanzar la meta final de desarrollo y justicia social (Capraro & Panico, 2021). Es decir, a pesar de que el texto constitucional establece explícitamente la estabilidad del poder adquisitivo, el banco central no está impedido de implementar en cualquier momento medidas para contrarrestar la caída en la actividad económica o de cualquier índole que le permita alcanzar el objetivo constitucional de desarrollo y justicia social (Capraro & Panico, 2021, p. 126; Heath & Acosta Margain, 2019).

No obstante, desde la perspectiva oficial, "la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al desarrollo económico es la de crear y sostener un ambiente de estabilidad de precios en el cual se faciliten las decisiones de inversión y consumo en el país" (Heath & Acosta Margain, 2019, p. 18). Así, el control de la inflación ha sido el principal punto de interés del banco central. Al igual que lo ocurrido en otros países, tanto desarrollados como subdesarrollados, el control inflacionario se ha convertido en la obsesión de los bancos centrales. Un nivel de precios estable es un prerequisite para el régimen de financiarización en las economías subdesarrolladas ya que permite mantener la confianza de los inversionistas y evitar así la fuga de capitales (Guillén, 2021).

A partir del cambio del texto constitucional las estrategias y metas de la política monetaria fueron cambiando en los años siguientes. En 1994, en medio del estallido de una gran crisis financiera, se adoptó un régimen de flotación libre del tipo de cambio; a inicios del 2000 se anunció que se adoptaría de manera formal el régimen de metas de inflación a partir de 2003 y en 2008 se adoptó oficialmente la tasa de interés objetivo como el instrumento fundamental de la política monetaria. Como señalaron Galindo y Ros (2006), el régimen de metas de inflación cuando es aplicado en economías subdesarrolladas como la mexicana, donde hay movimientos bruscos del tipo de cambio y de flujos de capitales, donde se cuenta

con mercados financieros imperfectos e instituciones financieras débiles con baja credibilidad, puede traer consecuencias negativas o generar ciclos perversos en la economía.

A diferencia de los países desarrollados, en México y en la mayoría de los países subdesarrollados existe una variable fundamental adicional que debe considerar la política monetaria, el tipo de cambio. Oficialmente se utiliza la estrategia de metas de inflación, donde el tipo de cambio no entra dentro del modelo básico de determinación de la tasa de interés. La política cambiaria se determina conjuntamente entre la Secretaría de Hacienda y el Banco de México mediante la Comisión de Cambios, la cual se encarga de realizar intervenciones cambiarias en situaciones específicas para proveer liquidez y ordenar los mercados cambiarios (Heath & Acosta Margain, 2019).

No obstante, a pesar de que se afirma que existe una separación entre la política monetaria y la política cambiaria (Heath & Acosta Margain, 2019) la importancia del tipo de cambio en el manejo de la política monetaria puede llevar a la conclusión que opera como un objetivo implícito (Capraro & Panico, 2021; Panico & Moreno-Brid, 2019). La liberalización financiera ha impuesto en los países subdesarrollados la necesidad de considerar al tipo de cambio como variable fundamental para dirigir la política económica, pero en un contexto donde su capacidad de depreciar el tipo de cambio se ve limitada. La intención es evitar la depreciación y/o las variaciones bruscas mediante la acumulación de una cantidad creciente de reservas y el establecimiento de las tasas de interés en niveles superiores a los de los países desarrollados (Capraro & Panico, 2021).

El tipo de cambio es una variable fundamental para la economía mexicana, principalmente por dos efectos que su variación tiene sobre el desempeño económico general. Por un lado, está la posibilidad del llamado *pass-through*, el efecto inflacionario de una depreciación. Si ocurre una apreciación del tipo de cambio disminuye el precio en moneda nacional de los bienes comerciables, lo que hará más atractiva la producción de bienes no comerciables, aumentando su oferta y disminuyendo también su precio (Martínez, Sánchez, & Werner, 2001). La importancia de este efecto ha sido puesta en cuestión por diversos estudios que consideran que los efectos del tipo de cambio sobre el nivel de precios son pequeños en la mayoría de los casos (Martínez et al., 2001), aunque ello no significa que se hubiera eliminado, de ahí que se pueda afirmar que los movimientos bruscos del tipo de cambio pueden impactar sobre los precios (Galindo & Ros, 2006).

Por otra parte, la estabilidad del tipo de cambio garantiza la estabilidad del sistema financiero, en un contexto donde el financiamiento externo y los flujos de capital son importantes. Una depreciación del tipo de cambio podría afectar el valor de los pasivos de empresas que recurren a financiamiento externo, afectando negativamente sus hojas de balance. Un tipo de cambio estable también garantiza que los flujos de capital sigan llegando, ya que una depreciación afectaría negativamente las inversiones realizadas en títulos denominados en moneda nacional.

De ahí que Banco de México tiene como variable fundamental la cantidad de reservas internacionales. En momentos de estabilidad en los mercados financieros los capitales fluyen hacia economías como la mexicana. El problema surge cuando hay incertidumbre en los mercados financieros, lo que genera que el capital fluya hacia los mercados considerados más seguros, obligando a las economías subdesarrolladas a contar con reservas internacionales para evitar la depreciación cambiaria. Las reservas internacionales funcionan entonces como una red de protección para evitar nuevas crisis cambiarias y financieras (Guillén, 2021). Su acumulación representa flujos de capitales de las autoridades monetarias de los países subdesarrollados hacia los países desarrollados (Capraro & Panico, 2021). De esta forma, al

tener que hacer frente a los problemas asociados con la inestabilidad del tipo de cambio, el Banco de México ve supeditada su actuación a lo que ocurra en los mercados financieros internacionales.

El crecimiento de las reservas es acompañado de políticas de esterilización que permitan evitar el crecimiento acelerado de la base monetaria. Banco de México cuenta con dos canales para implementar esta política: los depósitos de regulación monetaria y la emisión de títulos de deuda pública (Panico & Moreno-Brid, 2019). Utilizar la primera implica aumentar el monto de recursos depositados por las instituciones financieras en el banco central, reduciendo su liquidez y su base monetaria. Por ello se ha privilegiado el segundo instrumento que consiste en la compra de activos del Banco de México por parte del gobierno central. “En México, como en otros países emergentes, la acumulación de reservas ha creado una nueva situación histórica: ha convertido al gobierno en acreedor neto del banco central” (Capraro & Panico, 2021, p. 121). La dominación de la política monetaria no solo se ha manifestado como un abandono de la política fiscal, sino que incluso el gobierno central financia al banco central, manteniendo una relación superavitaria de la Tesorería respecto al Banco de México.

La tasa de interés también es utilizada para controlar el tipo de cambio. Una tasa de interés alta respecto a la prevaleciente sobre todo en Estados Unidos estimula la llegada de capitales y la acumulación de reservas internacionales. En caso de una depreciación cambiaria se recurre al aumento en la tasa de interés para evitar la salida de capitales y la caída en el nivel de reservas, no obstante, cuando ocurre una apreciación no ocurre una disminución consecuente de la tasa de interés, ya que se continúa privilegiando la acumulación de reservas. De ahí que se pueda caracterizar la actuación del Banco de México como una política asimétrica con tendencia a la sobrevaluación cambiaria (Galindo & Ros, 2006, p. 86).

El nivel de las tasas de interés se ve limitado por la necesidad de acumular reservas. En caso de que el banco central quisiera establecer un objetivo de tasa de interés inferior al de la economía estadounidense correría el riesgo de provocar una salida de capitales que amenazaría la cantidad de reservas internacionales y podría provocar una fuerte depreciación cambiaria. “La integración internacional de los mercados interbancarios pone restricciones a la tasa de fondeo que el Banco de México puede fijar. La tasa de fondeo mexicana está relacionada con aquella de Estados Unidos mediante el riesgo de una devaluación del peso” (Panico & Moreno-Brid, 2019, p. 541).

“La situación presente en México por lo que concierne al predominio de la política monetaria frente a la fiscal no guarda diferencia con lo que está sucediendo en las economías desarrolladas y en gran parte de las denominadas economías de mercados emergentes” (Vidal, 2022, p. 103). La diferencia fundamental es que en México se puede hablar de una dominación de la política monetaria pero subordinada a los vaivenes de lo que ocurra en los mercados financieros internacionales y a las medidas implementadas en Estados Unidos.

Capraro y Panico (2021) consideran que esta estructura puede llevar a que la capacidad de controlar las crisis devaluatorias se vea mermada paulatinamente. El banco central, al tratar de aplicar políticas que aprecien el tipo de cambio, puede generar efectos negativos en el desempeño de la economía. Un peso fuerte afecta de manera negativa el crecimiento económico, el empleo y el nivel de vida de las personas (Galindo & Ros, 2006; Panico & Moreno-Brid, 2019). Al no contar con el estímulo fiscal suficiente para consolidar y aumentar la estructura industrial y económica del país, la competitividad de la economía se verá mermada. Ello hará que la creciente debilidad externa dificulte cada vez más la capacidad de obtención de divisas, obligando a que las intervenciones del banco central

mediante el uso de las reservas internacionales para controlar las crisis devaluatorias tengan que ser más frecuentes y de mayor magnitud afectando la capacidad de actuación de la política monetaria.

4. La política económica durante la pandemia

Uno de los efectos de la pandemia en los países desarrollados es que el proceso de dominación de la política monetaria se modificó, al menos temporalmente. Los aumentos en la emisión monetaria pusieron a disposición de las autoridades gubernamentales una enorme cantidad de recursos que les permitió incurrir en déficit fiscales sin que ello generará dificultades o discusiones en torno al aumento de los niveles de deuda (Panico, 2020).

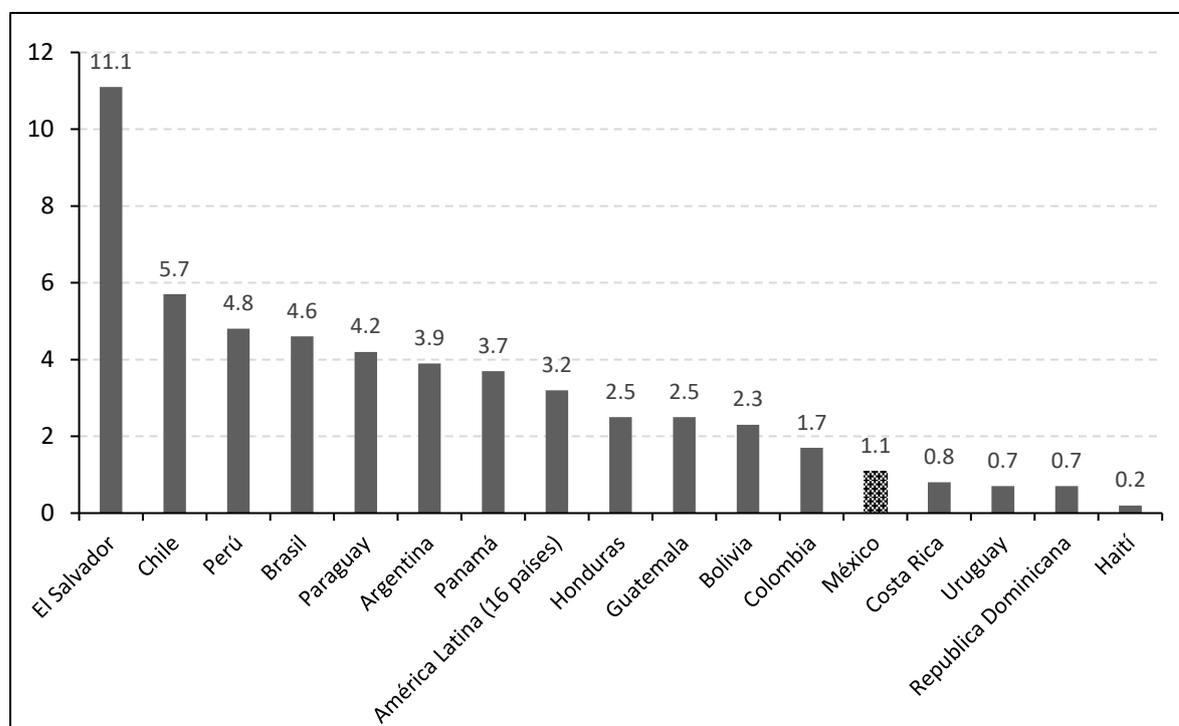
Para el caso de México la pandemia ocurrió dos años después de un cambio importante en la orientación política del gobierno debido a que en las elecciones de 2018 resultó ganador el partido de centro-izquierda. No obstante, el cambio en la orientación política del gobierno mexicano no modificó de manera fundamental la tendencia de dominación de la política monetaria. A pesar de que el gasto público se ha redistribuido, privilegiando los programas sociales destinados a los sectores de la población con menores niveles de ingreso y mayores índices de pobreza, complementados por una política de crecimiento del salario mínimo (Vidal, 2022), las políticas de austeridad y responsabilidad fiscal continúan siendo características de la administración federal. “Los cambios se llevan adelante manteniendo una consistente política fiscal que no considera incrementos en los impuestos aplicados y opera con el principio de las finanzas responsables y sanas” (Vidal, 2022, p. 101). Se mantienen algunos de los principios básicos del modelo neoliberal como la autonomía del Banco de México y el equilibrio fiscal (Guillén, 2021).

Esta tendencia se mantuvo incluso durante los años de pandemia iniciados en 2020, donde las medidas de austeridad continuaron aplicándose, en un contexto en el cual el presupuesto programado desde el año anterior ya era de por sí restrictivo (Provencio, 2020). A finales de abril de 2020 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público dio a conocer en el Diario Oficial de la Federación el decreto mediante el cual se establecían las “medidas de austeridad” que debería seguir la Administración Pública Federal como respuesta a la pandemia. Mientras que se anunciaba un aumento en el presupuesto para programas sociales y proyectos prioritarios en 622 mil 566 millones de pesos, se estableció que, con excepción de algunos programas prioritarios, se pospondrían las acciones y gastos del gobierno planeados. También se dio a conocer que no se ejercería el 75% del presupuesto disponible para las partidas de servicios generales y materiales y suministros, es decir para el gasto corriente que permite la operación diaria de las oficinas gubernamentales.

Como consecuencia el balance primario del sector público mostró un superávit de 57,8 miles de millones de pesos en 2020, año de la caída más grande del PIB en la historia de México desde 1932 cuando se estaban enfrentando los impactos de la Gran Depresión. Como se observa en el Gráfico 1, el esfuerzo fiscal en México solo ascendió a 1,1%, siendo uno de los más bajos en América Latina, quedando muy lejos de lo ocurrido en economías de tamaño similar como Argentina y Brasil donde el estímulo ascendió a 3,9% y 4,6% respectivamente. Según Esquivel (2020) el esfuerzo fiscal no hubiera evitado la caída de la producción, ya que, después de analizar diversos países encuentra que no existe correlación entre el nivel de gasto y la contracción del PIB lo cual se explica porque los factores de oferta fueron los principales causantes de la caída de la actividad económica. “Ahora bien [...] lo que tampoco se justifica es [...] una política de contracción del gasto” (Esquivel, 2020, p. 40). La contracción

fiscal amplió el efecto del choque original al generar una contracción mayor de demanda, dificultando aún más la recuperación.

Gráfico 1. Esfuerzo fiscal para enfrentar la pandemia Covid-19, 2020 (porcentajes del PIB)



Fuente: CEPAL (2020).

Por su parte, Banco de México tuvo que reaccionar de manera anticipada ya que los primeros efectos de la pandemia en el país se manifestaron sobre el tipo de cambio, mediante devaluaciones continuas, y la caída del precio del petróleo. El 20 de marzo de 2020 el banco central dio a conocer mediante un comunicado de prensa las medidas que tomaría para hacer frente a los efectos negativos de la pandemia. Según el documento, las principales preocupaciones del organismo central mexicano eran los “ajustes significativos en los mercados cambiarios y de renta fija en México, la menor liquidez y el deterioro en sus condiciones de operación” (Banco de México, 2020b). Por tanto, se consideró que era necesaria la intervención para “proveer liquidez en moneda nacional y en dólares estadounidenses a la banca, así como a mejorar el funcionamiento de los mercados financieros nacionales y propiciar su sano desarrollo” (Banco de México, 2020b). El interés fundamental en este momento fue mantener la estabilidad del sistema financiero. En un contexto de dominación de la política monetaria donde la política fiscal fue abandonada como mecanismo para mantener los niveles de ingreso, las decisiones de banco central continuaron estando subordinadas a lo ocurrido en los mercados financieros.

Las primera medida fue adelantar la decisión de política monetaria de marzo y reducir en 50 puntos base el objetivo de tasa de interés a 6,5%. De manera complementaria se tomaron medidas encaminadas a proveer de liquidez al sistema bancario. En este sentido se determinó una disminución de 50 mil millones de pesos en el depósito de regulación monetaria y disminuyó el costo de financiamiento de corto plazo del banco central a los bancos de 2 veces el objetivo de tasa de interés a 1,1 veces. Lo que se buscaba era la liberación

de recursos “en apoyo a las operaciones activas de la banca múltiple y de desarrollo, con lo cual se mejora su liquidez y capacidad para otorgar créditos, así como para mantener o ampliar líneas de crédito” (Banco de México, 2020b).

También se buscó hacer frente a las presiones devaluatorias a través de la Comisión de Cambios, aumentando la disponibilidad de financiamiento en dólares mediante subastas de créditos en dólares entre las instituciones de crédito. Los recursos para llevar a cabo esta acción provinieron de la línea swap establecida con la Reserva Federal por un monto de 60,000 millones de dólares (Banco de México, 2020b).

A finales de abril se dieron a conocer una serie de medidas adicionales donde una vez más se prestaba especial atención al comportamiento de los mercados financieros. “Los mercados cambiarios y de renta fija continúan mostrando poca profundidad, menor liquidez y un deterioro de las condiciones de operación” (Banco de México, 2020a). Las nuevas medidas se enfocaron nuevamente en proveer de liquidez al sistema bancario. Se anunció que durante los horarios de operación de los mercados financieros el banco central mantendría un exceso de liquidez diario, se ampliaron los títulos financieros que podían utilizarse como garantía para las operaciones de reporto con el banco central y para acceder a las coberturas cambiarias y subastas de dólares, se permitió a la banca de desarrollo acceder también a las facilidades de liquidez, se abrió una ventanilla para adquirir valores gubernamentales en reporto a plazos mayores que los establecidos en las operaciones de mercado abierto a un costo 1.02 veces el promedio de la tasa de interés interbancaria a un día con una disponibilidad de recursos de hasta 100 mil millones de pesos y se implementó una ventanilla de intercambio temporal de títulos de deuda por valores gubernamentales con recursos hasta por 100 mil millones de pesos (Banco de México, 2020a).

Con el fin de estabilizar los mercados financieros se instrumentó una facilidad de reporto de títulos corporativos para las instituciones de crédito con un costo de 1,1 veces el promedio de la tasa de interés interbancaria y una disponibilidad de recursos de hasta 100 mil millones de pesos. Para promover el crédito a las micro, pequeñas y medianas empresas y personas físicas se decidió liberar recursos del depósito de regulación monetaria o proporcionar financiamiento a plazo de entre 18 a 24 meses a las instituciones de banca múltiple y de desarrollo que otorgaran financiamiento a este tipo de empresas y personas, con una disponibilidad de hasta 250 mil millones de pesos, además de la apertura de una facilidad de financiamiento garantizada con créditos a empresas emisoras de deuda bursátil para proveer recursos que debían dirigirse al financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas con un monto del programa de hasta 100 mil millones de pesos (Banco de México, 2020a).

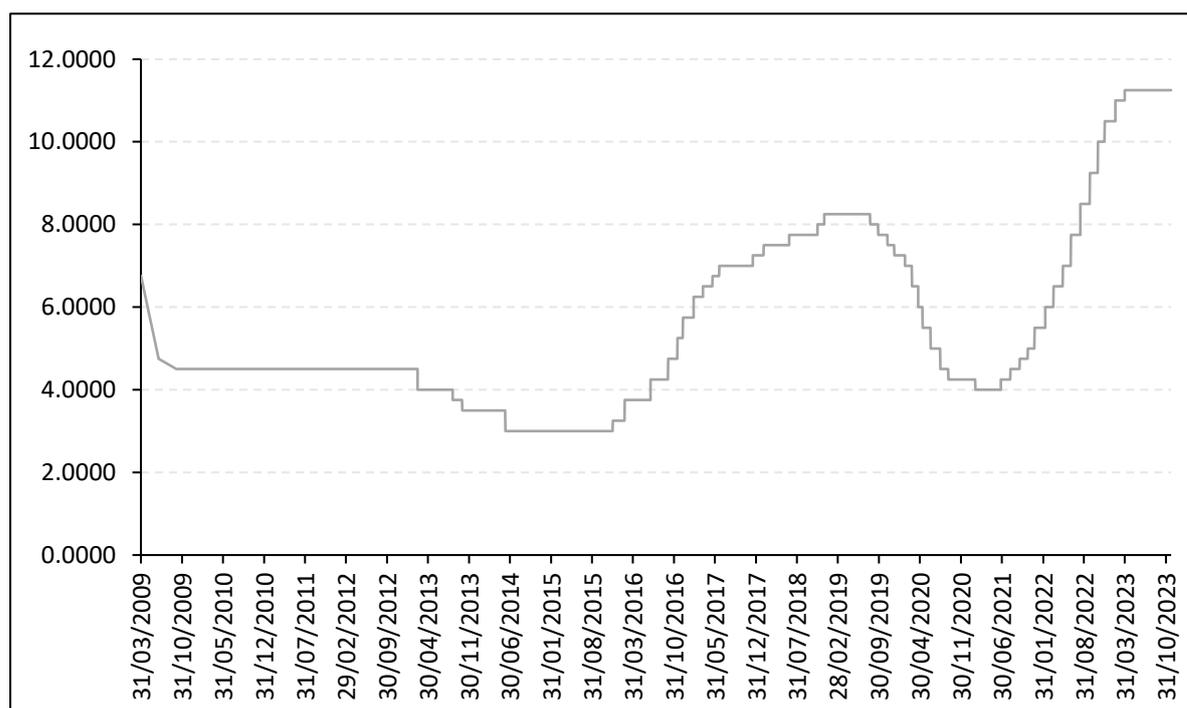
Finalmente se determinó realizar operaciones de permuta de valores gubernamentales donde se recibirían títulos de largo plazo de hasta 10 años a cambio de títulos con vencimiento de hasta 3 años para estabilizar el mercado de deuda gubernamental y se incorporó a las herramientas de intervención en el mercado cambiario la posibilidad de concertar operaciones de cobertura cambiaria liquidables por diferencias en dólares (Banco de México, 2020a).

En total las medidas aprobadas representaban hasta 750 mil millones de pesos o el equivalente al 3,3% del PIB (Banco de México, 2020a). La intención era “reducir la posibilidad de que las instituciones de crédito tengan un comportamiento pro-cíclico, y de crear las condiciones que faciliten que los intermediarios financieros puedan cumplir su función prioritaria de proveer financiamiento a la economía” (Banco de México, 2020a). Se creía que todas estas facilidades permitirían al sistema bancario contar con la liquidez necesaria para

mantener o por lo menos no reducir demasiado sus actividades de financiamiento a la economía. La efectividad de las medidas implementadas dependería de la reacción del sistema bancario a las mayores facilidades de liquidez.

Desde los primeros momentos se manifestó escepticismo respecto a las medidas. “La dimensión de la crisis causará que, en ausencia de un acuerdo para una nueva forma de cooperación entre el gobierno y el banco central, las medidas que el Banco de México ha tomado el 21 de abril para promover el funcionamiento ordenado de los mercados de deuda y de cambio resultarán insuficientes y fracasarán” (Panico, 2020, p. 217).

Gráfico 2. Tasa objetivo del Banco de México



Fuente: Sistema de Información Económica, Banco de México.

Según estimaciones de Sánchez Vargas y López Herrera (2020), durante los últimos meses de 2019 y los primeros de 2020 la tasa de interés neutral se encontraba por debajo de la tasa objetivo fijada por Banco de México. “[...] la postura actual de política monetaria del Banco de México es actualmente más restrictiva que acomodaticia. En consecuencia, la tasa de referencia pudiera recortarse al menos 50 o 100 puntos base adicionales para estimular la actividad económica” (Sánchez Vargas & López-Herrera, 2020, p. 307). Para el período 2020-2024 la tasa nominal neutral estimada por estos autores era de alrededor del 3,1%, no obstante, el nivel más bajo que alcanzó la tasa objetivo fue de 4% en febrero de 2021, casi un año después de que comenzaron las dificultades económicas provocadas por la pandemia (véase Gráfico 2).

Además de la tasa de interés, como señala Panico (2020) se cuentan con instrumentos que podrían permitir al Banco de México implementar políticas expansivas que pudieran complementar una estrategia de expansión fiscal. La Cuenta Corriente de la Tesorería de la Federación puede tener un saldo negativo de hasta 1,5% de las erogaciones establecidas en el Presupuesto de Egresos de la Federación, pero en circunstancias extraordinarias podría superar ese monto, lo que implicaría un financiamiento del banco central a los gastos fiscales

en situaciones de emergencia. De manera complementaria, se hubieran podido utilizar los depósitos de regulación monetaria para aumentar los depósitos de las instituciones de crédito en el banco central, con los cuales se puede aumentar la cuenta corriente de la Tesorería, manteniendo de esta manera la hoja de balance de Banco de México. Estos recursos hubieran podido destinarse al otorgamiento de préstamos a largo plazo y tasa de interés bajas mediante los bancos de desarrollo (Panico, 2020). De esta manera no era necesario depender de las decisiones de las instituciones bancarias para que la expansión de liquidez tuviera efectos positivos sobre la economía.

Como señalaron los estudios citados, las medidas probaron ser insuficientes ya que la economía mexicana fue una de las más afectadas a nivel mundial por la crisis económica provocada por la pandemia. La cuarentena impuesta para evitar el riesgo de contagio disminuyó de manera considerable la actividad económica. La demanda cayó ante el cierre obligatorio de comercios y negocios lo que llevó a una contracción del producto interno bruto en 2020 de 8.5 puntos porcentuales.

La explicación detrás del fracaso se puede encontrar profundizando en los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De acuerdo con Banco de México, la política monetaria en México cuenta con cinco canales de transmisión: canal de precios de otros activos, canal de crédito, canal de tasa de interés, canal de tipo de cambio y canal de expectativas (Banco de México, 2016). En las medidas implementadas se privilegió el uso del canal de crédito acompañado de los mecanismos tradicionales de intervención que operan sobre todo a través del canal de tipo de cambio y de tasa de interés.

Cuando se aplica una política contractiva de aumento de tasa de interés se espera que los bancos restrinjan el otorgamiento de financiamiento ya que percibirían un mayor grado de riesgo asociado a los proyectos de inversión viables a la tasa de interés mayor, lo cual permitiría contraer la demanda agregada, la producción y el empleo (Banco de México, 2016; Martínez et al., 2001). Así, en el contexto de la pandemia, la expectativa era que las menores tasas de interés y las facilidades de liquidez provocaran el efecto contrario, disminuir la percepción del riesgo asociado a los proyectos de inversión, aumentando el financiamiento otorgado por las instituciones bancarias, con la esperanza de que ello pudiera evitar la contracción económica.

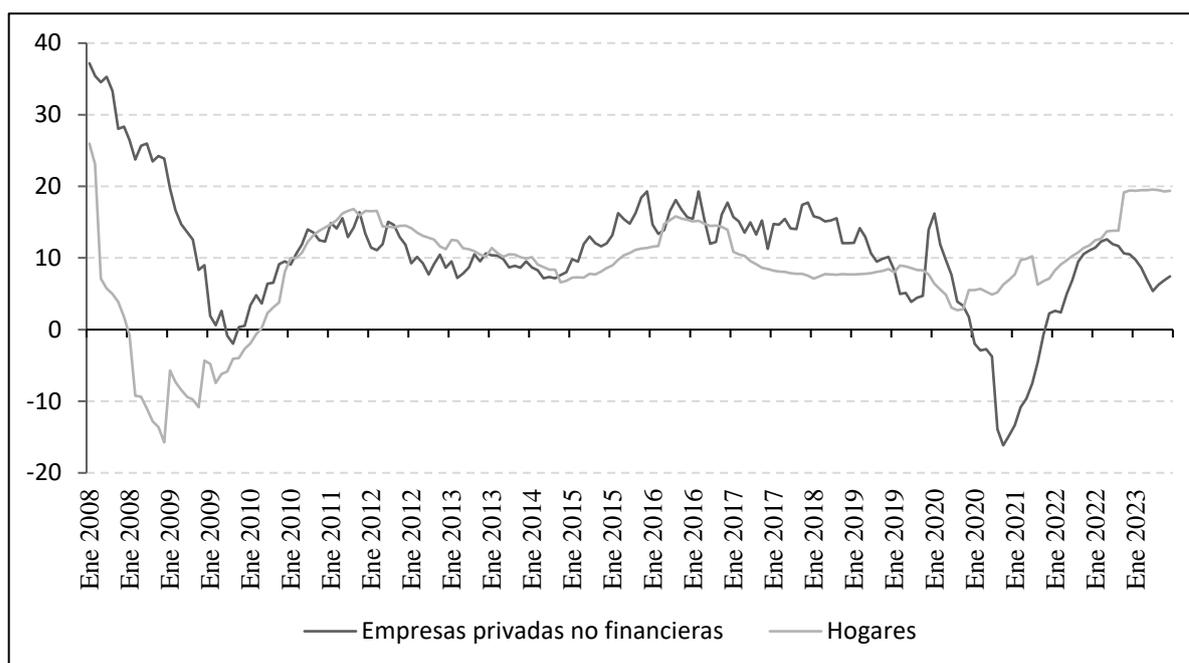
El fracaso en las políticas ocurrió en el segundo momento del canal de transmisión; la liquidez adicional fue otorgada a las instituciones de crédito, pero ello no se manifestó en aumentos en los niveles de otorgamiento de crédito. Como se observa en el Cuadro 1, del total de los 692 mil millones de pesos utilizados, 623 mil millones fueron utilizados para proveer mayor liquidez a las instituciones bancarias. Del total de los 350 mil millones de pesos que fueron anunciados se pondrían a disposición del sistema bancario para fortalecer los canales de otorgamiento de crédito a las micro, pequeñas y medianas empresas únicamente se utilizaron 54 mil millones.

Cuadro 1. Uso de las Facilidades para Promover un Comportamiento Ordenado de los Mercados Financieros, Fortalecer los Canales de Otorgamiento de Crédito y Proveer Liquidez para el Sano Desarrollo del Sistema Financiero

	Monto total asignado	
	Miles de millones de pesos	Miles de millones de dólares
Medidas de provisión de liquidez	623,02	
Disminución del Depósito de Regulación Monetaria (DRM)	50	
Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria	0	
Incremento de liquidez durante horarios de operación		
Ventanilla de reporto de valores gubernamentales	465	
Ventanilla de intercambio temporal de garantías	63,19	
Facilidad de reporto de títulos corporativos	44,83	
Medidas para fomentar un comportamiento ordenado de los mercados financieros	14,98	22,74
Permuta de valores gubernamentales	14,98	
Programa de coberturas cambiarias		7,49
Financiamiento en dólares a través del uso de la línea swap de la Reserva Federal de los Estados Unidos		15,25
Medidas para fortalecer los canales de otorgamiento de crédito	54,18	
Financiamiento orientado a MIPYMES y personas físicas	13,96	
Financiamiento orientado a MYPYMES garantizado con créditos corporativos	40,22	
Total	692,18	22,74

Fuente: Banco de México (2021).

En lo referente al mercado cambiario, si consideramos que el tipo de cambio promedio para solventar obligaciones en moneda extranjera entre 2020 y 2021 ascendió a 20,89, el monto de las facilidades otorgadas mediante el programa de coberturas cambiarias y el financiamiento en dólares ascendió a 475 mil millones de pesos aproximadamente, poco menos del 70% de los recursos utilizados para implementar el resto de las medidas. El Banco de México prestó especial importancia a la estabilización del tipo de cambio en concordancia con el esquema de dominación de la política monetaria subordinada a los vaivenes de los mercados financieros internacionales discutido líneas arriba.

Gráfico 3. Crédito bancario al sector privado no financiero (tasas de crecimiento)

Fuente: Sistema de Información Económica, Banco de México.

Todo ello se manifestó en la caída del financiamiento otorgado por el sistema bancario, el cual fue comparable al ocurrido durante la crisis de 2008-2009. La diferencia fundamental entre ambos momentos es que, mientras que la caída más pronunciada en esa crisis se dio en el crédito a los hogares, durante la pandemia el crédito que enfrentó una mayor contracción fue el otorgado a las empresas privadas no financieras. A pesar de la intención explícita del banco central de estimular el financiamiento hacia las empresas.

La pandemia hizo evidentes los límites del esquema de dominación de la política monetaria en México, donde se ha abandonado efectivamente la implementación de la política fiscal y se ha privilegiado la utilización del banco central para dirigir el ciclo económico. En un contexto de liberalización financiera y financiarización, la política monetaria en México se ve subordinada a los efectos de los vaivenes en los mercados financieros internacionales que se manifiestan a través de presiones cambiarias. La incapacidad que tiene la política monetaria de estimular el crecimiento económico en estas condiciones se hace manifiesta a partir de la falta de efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria mediante el canal del crédito

5. Reflexiones finales

El proceso de financiarización se ha manifestado de diversas maneras en la economía. Este trabajo se ha enfocado en analizar las consecuencias del proceso de financiarización sobre la política económica, la cual ha desencadenado una época caracterizada por la dominación de la política monetaria. La política fiscal, así como otros posibles instrumentos de acción estatal, han sido dejados de lado y se ha privilegiado la actuación de los bancos centrales para llevar a cabo las intervenciones gubernamentales sobre las variables macroeconómicas. Esta política se ha caracterizado por la implementación de la estrategia de metas de inflación, herencia de la regla de Taylor y por privilegiar el objetivo de estabilidad del nivel de precios por encima de cualquier otro.

En países subdesarrollados como México, el proceso de financiarización se ha impuesto desde fuera, convirtiendo la economía del país en un espacio para generar ganancias financieras por parte de los intermediarios financieros internacionales. Ello se ha reflejado en un tipo de política económica que ha hecho eco de lo ocurrido en los países desarrollados, pero con ciertas características particulares. La influencia de los mercados financieros internacionales se ha manifestado en la importancia que tiene el tipo de cambio en la conducción de la política monetaria, de ahí que se pueda afirmar que esta variable es un objetivo implícito junto con el objetivo explícito de estabilidad del poder adquisitivo. Ello ha traído como consecuencia en México que la política monetaria sea asimétrica, respondiendo con medidas contractivas ante procesos de depreciación cambiaria, pero manteniendo una actitud pasiva ante procesos de apreciación cambiaria. Así se habla de un proceso de dominación de la política monetaria subordinada a los fenómenos externos en México. La política monetaria ocupa la posición de líder en la política económica, pero su capacidad de actuación se ve seriamente limitada por la restricción externa.

Lo ocurrido en la pandemia es una muestra clara de la situación presentada en México respecto a la política económica. Al tiempo que el esfuerzo fiscal para contrarrestar los efectos económicos negativos del aislamiento fue mínimo, siendo uno de los más bajos en América Latina, las medidas de política monetaria se enfocaron en proveer liquidez a los intermediarios financieros y estabilizar el mercado cambiario. A pesar de que el argumento utilizado fue que las mayores facilidades de liquidez evitarían la caída del financiamiento a la actividad productiva, la economía mexicana sufrió en 2020 una de las caídas más pronunciadas en su historia. La priorización del objetivo cambiario, así como la falta de efectividad del mecanismo de transmisión mediante el canal de crédito hacen evidentes las consecuencias negativas de implementar un esquema de dominación de la política monetaria como en México.

Quedan por explorar las razones que impidieron que la mayor facilidad de liquidez evitara la contracción del financiamiento y cómo fue utilizada la liquidez extraordinaria inyectada al sistema bancario por el sistema financiero. Una hipótesis tiene que ver con la percepción del riesgo de los intermediarios financieros que, a pesar de contar con una mayor disponibilidad de recursos, consideraron que las condiciones generales causadas por la pandemia hicieran demasiado riesgoso el otorgamiento de crédito a las empresas, especialmente si eran pequeñas o medianas. Esto impondría un límite fundamental a la capacidad de actuación de la política monetaria, especialmente en momentos de estancamiento y depresión cuando lo que se necesita es estimular la actividad económica. Es necesario replantear la actuación de la política económica a partir de lo ocurrido durante la pandemia. Es necesario encontrar mecanismos de política económica que permitan hacer frente al ciclo económico y estimular el desarrollo adecuado de la economía mexicana.

Bibliografía

- Adrian, T., & Liang, N. (2016). *Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability* (Núm. 690). Federal Reserve Bank of New York. Recuperado de Federal Reserve Bank of New York website: <http://www.ssrn.com/abstract=2495074>
- Arestis, P., and Sawyer, M. (2003). Reinventing fiscal policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), 3–25. <https://doi.org/10.1080/01603477.2003.11051388>

- Arestis, P. and Sawyer, M. (2010). The return of fiscal policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 32(3), 327–346. <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477320301>
- Banco de México. (2016). *Informe Trimestral Enero-Marzo 2016*. Ciudad de México.
- Banco de México. (2020a). *Medidas adicionales para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero*.
- Banco de México. (2020b). *Medidas para proveer liquidez en moneda nacional y extranjera y para mejorar el funcionamiento de los mercados nacionales*.
- Banco de México. (2021). *Uso de las medidas para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero*. Ciudad de México.
- Banco de México. (2023). *Exportaciones de mercancías por países* [Data set]. <https://www.banxico.org.mx/SielInternet/>: Sistema de Información Económica.
- Bernanke, B. S. (2020). *The New Tools of Monetary Policy*. American Economic Association Presidential Address, Washington, D.C.
- Capraro, S. and Panico, C. (2021). Monetary policy in liberalized financial markets: The Mexican case. *Review of Keynesian Economics*, 9(1), 109–138. <https://doi.org/10.4337/roke.2021.01.06>
- CEPAL. (2020). *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2020*. CEPAL.
- Correa, E. (2012). Fiscal Policies and the World Financial Crisis: Understanding the Experience of Three Major Latin American Countries. *International Journal of Political Economy*, 41(2), 82–97. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916410205>
- Correa, E., Vidal, G. and Marshall, W. (2012). Financialization in Mexico: Trajectory and limits. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2), 255–275. <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477350205>
- Duménil, G. and Lévy, D. (2011). *The crisis of neoliberalism*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Esquivel, G. (2020). Los impactos económicos de la pandemia en México. *EconomíaUNAM*, 17(51), 28–44.
- Foster, J. B. (2010). La financiarización de la acumulación. *Monthly Review*, 62(5).
- Furman, J. (2016, octubre 5). *The New View of Fiscal Policy and Its Application*. Presentado en Global Implications of Europe’s Redesign, New York. New York.
- Galindo, L. M. and Ros, J. (2006). Banco de México: Política monetaria de metas de inflación. *EconomíaUNAM*, 3(9), 82–88.
- Goodfriend, M. (2007). How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. *The Journal of Economic Perspectives*, 21(4), 47–68.
- Guillén, A. (2021). *El régimen de acumulación en México. Caracterización, tendencias y propuestas para su transformación* (Núm. 190). Ciudad de México: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Heath, J. and Acosta Margain, J. (2019). Reflexiones y perspectivas a 25 años de la autonomía del Banco de México. *Investigación Económica*, 78(310), 11. <https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2019.310.71545>
- Jacobs, L. and King, D. (2021). *Fed Power: How Finance Wins* (2a ed.). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780197573129.001.0001>
- Karwowski, E. (2019). Towards (de-)financialisation: The role of the state. *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 1001–1027. <https://doi.org/10.1093/cje/bez023>

- Keynes, J. M. (2003). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica.
- Krippner, G. R. (2011). *Capitalizing on crisis: The political origins of the rise of finance*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Martínez, L., Sánchez, O. and Werner, A. (2001). *Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria y el Mecanismo de Transmisión en México* (Núm. 2001–02). Dirección General de Investigación Económica. Banco de México.
- Marshall, W. (2018). Deflación y criptomonedas. *Ola Financiera*, 11(30). <https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2018.30.65515>
- Panico, C. (2020). La coordinación de las políticas económicas en los tiempos del Coronavirus. *EconomíaUNAM*, 17(51), 214–226.
- Panico, C. and Moreno-Brid, J. C. (2019). El Banco de México y la política monetaria. En L. Ludlow and M. E. Romero Sotelo (Eds.), *El Banco de México a través de sus constructores: 1917-2017* (pp. 517–560). Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía.
- Provencio, E. (2020). Política económica y Covid-19 en México en 2020. *Economía UNAM*, 17(51), 263–281.
- Rochon, L.-P. and Setterfield, M. (2007). Interest rates, income distribution, and monetary policy dominance: Post Keynesians and the “fair rate” of interest. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1), 13–42. <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477300101>
- Rochon, L.-P. and Setterfield, M. (2008). The Political Economy of Interest-Rate Setting, Inflation, and Income Distribution. *International Journal of Political Economy*, 37(2), 5–25. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916370201>
- Rochon, L.-P. and Vallet, G. (2019). Economía del Ave María: El modelo teórico detrás de las políticas monetarias no convencionales. *Ola Financiera*, 12(34). <https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2019.34.71955>
- Ruesga, S. (2012). La financiarización de las Relaciones Laborales. *Cuadernos de Relaciones Laborales*, 30(2), 409–29. https://doi.org/10.5209/rev_CRLA.2012.v30.n2.40207.
- Sánchez Vargas, A. and López-Herrera, F. (2020). Tasa de política monetaria en México ante los efectos de Covid-19. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 15(3), 295–311. <https://doi.org/10.21919/remef.v15i3.514>
- Seccareccia, M. (2020). ¿A donde va la política monetaria desde la crisis financiera global y qué debe hacerse? *Ola Financiera*, 13(35). <https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2020.35.75507>
- Smith, A. (1994). *La riqueza de las naciones*. Madrid: Alianza.
- Stockhammer, E. (2012) “Financialization, Income Distribution and the Crisis.” *Investigacion Economica* LXXI(279), 39–70.
- Vidal, G. (2022). Las propuestas de políticas económicas alternativas en América Latina: El caso de México. *International Review of Economic Policy-Revista Internacional de Política Económica*, 3(2), 88. <https://doi.org/10.7203/IREP.3.2.23662>
- Velthuis, O. and Erica Coslor (2012) The Financialization of Art. *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*, editado por Karen Knorr Cretina and Alex Preda. Oxford: Oxford University Press.. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199590162.013.0025>.
- Walter, T. and Wansleben, L. (2021). How central bankers learned to love financialization: The Fed, the Bank, and the enlisting of unfettered markets in the conduct of monetary policy. *Socio-Economic Review*, 18(3), 625–653. <https://doi.org/10.1093/ser/mwz011>

- Wansleben, L. (2022). *The rise of central banks: State power in financial capitalism*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Wray, L. (2008) "The Commodities Market Bubble: Money Manager Capitalism and the Financialization of Commodities." Public Policy Brief. The Levy Economics Institute of Bard College.
- Yellen, J. L. (2016). *Opening Remarks: The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future*. Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future.