

Regímenes Monetarios y Cambiarios en México: 1925-2025 *†

Coloquio: Banco de México, a 100 años de su fundación

Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM

8 de Octubre de 2025

Dr. Gabriel Cuadra

Subgobernador Banco de México

Buenos días a todas y todos. Agradezco al director del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México, el Dr. Armando Sánchez Vargas, por la invitación a participar en este coloquio sobre los 100 años de la fundación del Banco de México.

La historia de esta institución puede abordarse desde distintas perspectivas. En esta ocasión me enfocaré en los regímenes monetarios y cambiarios por los que el Banco de México ha transitado desde su fundación hasta la actualidad. Esta perspectiva es relevante ya que México es una economía pequeña y abierta y, en consecuencia, la política monetaria guarda una relación estrecha con el régimen cambiario.

En los primeros años del Banco de México, en nuestro país, como en diversas economías, prevalecía el patrón oro. Posteriormente, ya con dinero fiduciario, hubo un periodo prolongado en el cual se mantuvieron regímenes que podríamos denominar de tipo de cambio predeterminado. Dentro de este esquema existieron distintas modalidades, al respecto, destaca el régimen de tipo de cambio fijo que prevaleció hasta los años 70s. Además, tuvimos regímenes de tipo de cambio controlado, de deslizamiento cambiario y de bandas cambiarias. Finalmente, en los años 90s se adoptó un esquema de libre flotación.

* Las opiniones expresadas son responsabilidad del autor y no necesariamente representan la visión institucional del Banco de México.

† Agradezco las conversaciones con Eduardo Turrent, así como la colaboración de Francisco Adame, Pablo Vázquez, Rodrigo Cortez, Edgar Hernández y Karla Salguero.

Patrón Oro

En los primeros años del Banco de México, el patrón oro predominaba en el mundo. Este régimen implicaba un sistema de tipos de cambio fijos a nivel global. Ante la acumulación de desbalances externos y en ausencia de una suficiente flexibilidad a la baja de los precios, el mecanismo de ajuste era sumamente costoso en términos de actividad económica y empleo. Bajo este régimen, la política monetaria era procíclica. Ante la gran depresión, los bancos centrales, incluyendo el Banco de México, abandonaron este régimen.

La gran depresión, que se originó en Estados Unidos, tuvo repercusiones adversas sobre la economía mexicana. La menor demanda externa por los productos mexicanos, el deterioro de los términos de intercambio y el establecimiento de aranceles por parte de las autoridades estadounidenses, afectaron significativamente a las exportaciones mexicanas y, por consiguiente, a la actividad económica y al empleo. Además, se implementaron políticas macroeconómicas procíclicas que acentuaron la contracción económica. Así, en 1932, el Producto Interno Bruto registró una caída del 15 por ciento.

El déficit externo, como consecuencia de las menores exportaciones, condujo a una salida de oro del país. Ello incidió sobre la cantidad de dinero en circulación. Si bien formalmente el país se encontraba bajo un régimen de patrón oro, en la práctica prevalecía un sistema bimetálico, ya que además de monedas de oro, también circulaban monedas de plata.

Ante la caída en el precio relativo de la plata y con el propósito de evitar una depreciación del peso plata, las autoridades redujeron la acuñación de monedas de ese metal. Lo anterior amplió la contracción de la oferta monetaria, lo que agravó la caída de la actividad económica. En este escenario adverso, las autoridades decretaron la desmonetización del oro y, años después, de la plata. Así, México transitó de un patrón metálico a un régimen de dinero fiduciario con tipo de cambio fijo.

Ante la escasez de medios de pago, acentuada por la contracción monetaria, la población finalmente comenzó a usar los billetes emitidos por el Banco de México. Durante la revolución mexicana las distintas facciones imprimieron

sus propios billetes, lo que generó inflación y una pérdida de confianza de la población en el papel moneda. Así, como consecuencia del desorden monetario originado durante la revolución, la población del país se había mostrado renuente a aceptar billetes. En los primeros años del Banco de México, ello dificultó la función de regulación monetaria asignada a esta institución. En ese periodo, prácticamente, el único instrumento de política monetaria era la acuñación de monedas metálicas.

Tipo de Cambio Predeterminado

En los años 40s, los acuerdos de Bretton Woods definieron un nuevo sistema monetario internacional. Los países fijaban su tipo de cambio en relación al dólar estadounidense y el gobierno de los Estados Unidos establecía una paridad fija del dólar respecto del oro. Así, entre los países participantes de estos acuerdos había tipos de cambio fijos. No obstante, estos eran ajustables en caso de un desbalance externo que se considerara fundamental y que, en consecuencia, ameritara ajustar la paridad cambiaria.

México fue de las primeras naciones que, bajo el nuevo régimen, devaluaron su moneda. Ello ocurrió en 1948 y también en 1954. En ambos casos un conflicto bélico, primero la segunda guerra mundial y, posteriormente, la guerra de Corea, condujeron a mayores exportaciones mexicanas. Las reservas internacionales aumentaron y con ello la oferta monetaria, lo que contribuyó a un repunte de la inflación. Lo anterior, dado el régimen de tipo de cambio fijo, propició una apreciación del tipo de cambio real. Ante la conclusión de los conflictos armados, en ambos casos cayeron las exportaciones. Ello y la apreciación real, propiciaron un déficit creciente en cuenta corriente y una caída de las reservas internacionales. En este contexto, las autoridades devaluaron el peso mexicano en 1948 y, posteriormente, en 1954.

En un contexto de disciplina fiscal y monetaria, un régimen de tipo de cambio fijo podía resultar creíble y, por lo tanto, funcionar como ancla nominal de la economía, guiando las expectativas de inflación. Ello ocurrió en México en los años del llamado desarrollo estabilizador entre 1954 y 1970. En ese periodo la inflación se mantuvo en niveles moderados.

En 1971 las autoridades estadounidenses desvincularon el dólar del oro y lo devaluaron. Ante el colapso del sistema de Bretton Woods, entre las economías avanzadas se establecieron tipos de cambio flotantes. México optó

por mantener su moneda ligada al dólar estadounidense. Ello implicó que el peso mexicano se devaluara con respecto a las divisas de otras economías avanzadas. En años posteriores, diversos choques, como aumentos en los precios internacionales del petróleo, contribuyeron a un repunte de la inflación global. Este contexto internacional coincidió con la adopción de políticas macroeconómicas expansionistas en México.

Después de haber mantenido déficits fiscales moderados a lo largo del desarrollo estabilizador, en la década de 1970 se implementaron políticas fiscales y monetarias expansionistas. Así, el régimen de tipo de cambio fijo coincidió con periodos tanto de disciplina fiscal como de políticas expansionistas.

El déficit fiscal se financió con emisión monetaria y deuda externa. Si bien inicialmente la actividad económica aumentó, la inflación comenzó a incrementarse. Bajo un régimen de tipo de cambio fijo y una inflación en México mayor que en Estados Unidos, el tipo de cambio real se apreció. A su vez, la apreciación real junto con el exceso de absorción sobre el producto, propició un déficit creciente en la cuenta corriente. Ello contribuyó a una disminución en las reservas internacionales. La percepción de que la paridad cambiaria no era sostenible aceleró la caída de las reservas internacionales mediante salidas de capital.

Finalmente, la situación se tornó insostenible. Ante la imposibilidad de mantener la paridad de 12.50 pesos por dólar, la cual había prevalecido desde 1954, las autoridades se vieron forzadas a devaluar al peso mexicano en 1976. Estos acontecimientos son un ejemplo de una crisis de balanza de pagos de primera generación (Krugman, 1979)

Posteriormente, se mantuvo un régimen de tipo de cambio controlado. Las autoridades señalaron que solo intervendrían en caso de variaciones bruscas de la paridad cambiaria. Si bien formalmente no era un tipo de cambio fijo, la cotización del peso mexicano se mantuvo estable. En esos años, ante el descubrimiento de importantes yacimientos petroleros, las autoridades adoptaron, de nueva cuenta, políticas fiscales expansivas financiadas con emisión de dinero y endeudamiento externo. Ello frente a la perspectiva de que los precios del petróleo permanecerían elevados. En este entorno, se acumularon, nuevamente, desbalances macroeconómicos, generando una mayor inflación, una apreciación real y un aumento del déficit externo.

A inicios de los años 80s, las tasas de interés internacionales aumentaron, la economía estadounidense entró en recesión y los precios del petróleo disminuyeron. Ante estos choques externos, hubo preocupación sobre la sostenibilidad del déficit en cuenta corriente y de la paridad del peso frente al dólar, por lo que se presentaron fugas de capital. Ello condujo en 1982 a una crisis de balanza de pagos de mayor intensidad que la registrada en 1976.

Las autoridades del país, incluido el Banco de México, enfrentaron retos complejos. Entre estos, corregir el exceso de absorción interna sobre el producto y el déficit en cuenta corriente, así como hacer frente al problema de la deuda externa. Se adoptaron programas de estabilización que incluían ajustes fiscales y disciplina monetaria. En esta etapa se transitó a una política cambiaria de deslizamiento de la paridad nominal. Ello para lograr una depreciación real que contribuyera a un superávit externo que, a su vez, generara las divisas necesarias para cumplir con el servicio de la deuda externa.

Inicialmente la inflación disminuyó, si bien permaneció elevada. A mediados de la década de 1980 los precios del petróleo cayeron nuevamente, lo que comprometió la estabilización macroeconómica. Asimismo, los ajustes periódicos del tipo de cambio nominal contribuían a una mayor inflación. Esta, además, adquirió un componente inercial debido a la práctica de medidas de indexación de precios y salarios. En este contexto, la inflación se aceleró, alcanzando niveles de tres dígitos. Ante la inercia inflacionaria, las políticas tradicionales de restricción fiscal y monetaria se complementaron con políticas de concertación de precios y salarios entre el sector público, empresarial y sindicatos. Ello, finalmente, condujo a un descenso de la inflación hasta alcanzar niveles de un dígito en 1993.

En los primeros años de la década de 1990, nuevamente se acumularon desbalances externos. En esta ocasión debido, principalmente, al comportamiento del sector privado. La renegociación de la deuda externa y, posteriormente, la perspectiva de un tratado de libre comercio en América del Norte, generaron optimismo y entradas de capital. El déficit en cuenta corriente se amplió debido a un mayor gasto privado, primordialmente, de consumo. Este déficit se financió con capitales de corto plazo.

En 1991 se había adoptado un sistema de bandas cambiarias, en el cual el techo de la misma se iba deslizando con el tiempo. En 1994, ante el aumento

en las tasas de interés internacionales y ciertos acontecimientos políticos, el tipo de cambio se ubicó cerca del techo de la banda, al tiempo que las reservas internacionales iban disminuyendo. Finalmente, el régimen de bandas resultó insostenible y a finales de 1994, el peso mexicano registró una fuerte devaluación y un repunte significativo de la inflación. Estos acontecimientos condujeron a la adopción forzada de un sistema de flotación cambiaria.

Tipo de Cambio Flexible

El abandono de los regímenes de tipo de cambio predeterminado y la adopción de uno de libre flotación, obedeció a un acontecimiento extremo, la crisis financiera de 1994 y 1995. En este sentido, hay un paralelismo con el abandono del patrón oro y la implementación de regímenes de tipo de cambio predeterminado, con dinero fiduciario, a partir de los años 30s del siglo pasado. Aquella transición igualmente obedeció a un evento extremo, como fue la gran depresión.

A mediados de los años 90s del siglo pasado, aún había dudas sobre la conveniencia de un régimen de flexibilidad cambiaria para una economía emergente, como México. El Dr. Guillermo Ortiz, secretario de Hacienda durante la transición al tipo de cambio flexible, señaló en 2013 que:

“..la decisión de adoptar un régimen cambiario de libre flotación no fue una elección entre diversos regímenes sino una necesidad, ya 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 en relación al dólar”.

Había preocupaciones sobre efectos potenciales adversos sobre la inflación y la estabilidad financiera. No obstante, estas se fueron aminorando, a medida que un nuevo régimen monetario se fue afianzando; el régimen de objetivos de inflación que tenemos en la actualidad.

Como un antecedente a la adopción de este régimen, en 1993 el Congreso Mexicano había aprobado una reforma constitucional que otorgaba autonomía al Banco de México. Asimismo, definió como su mandato prioritario la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. En diciembre de 1994, como mencioné, se adoptó un régimen de libre flotación.

En 1997, el Banco de México comenzó a publicar la trayectoria esperada de la base monetaria para el año, congruente con el objetivo de inflación anual. Al respecto, en los años 70s y 80s, diversos bancos centrales de economías avanzadas habían establecido metas cuantitativas para agregados monetarios, como un objetivo intermedio cuyo cumplimiento, en principio, permitiría alcanzar un entorno de inflación baja y estable.

No obstante, la inestabilidad de la demanda de dinero condujo a que tales bancos centrales abandonaran las metas de agregados monetarios y adoptaran una tasa de interés, de muy corto plazo, como instrumento de política monetaria. En este sentido, el experimento de establecer metas para los agregados monetarios en México fue de corta duración.

En 2000 se anunciaron metas de inflación de forma multianual y en 2001 se comunicó la adopción formal del esquema de objetivos de inflación en México. En 2002, se definió una meta permanente de 3 por ciento para el Índice Nacional de Precios al Consumidor, así como un intervalo de variabilidad de entre 2 y 4 por ciento. Asimismo, se comenzó a anunciar un calendario para las decisiones de política monetaria, las cuales se darían a conocer mediante boletines de prensa, en los cuales se explicarían las razones de la decisión.

Así, se estableció un esquema de objetivos de inflación en México. El régimen de libre flotación cambiaria se consideró una pieza fundamental de este esquema. Las preocupaciones sobre la pertinencia de la flexibilidad cambiaria para una economía emergente, se fueron aminorando ante los resultados del nuevo esquema.

Al disminuir la inflación también se redujo de manera significativa el traspaso del tipo de cambio a los precios. En décadas previas, la correlación entre devaluaciones del peso mexicano y la inflación había sido muy elevada. Sin embargo, en un entorno de estabilidad de precios, los movimientos del tipo de cambio dejaron de propiciar aumentos generalizados de precios y comenzaron a representar cambios en precios relativos entre bienes comerciables y no comerciables. Aunado a lo anterior, se desarrollaron mercados de derivados financieros del peso mexicano, lo que permitió a los agentes económicos cubrirse del riesgo cambiario.

A continuación, haré algunos comentarios sobre dos de los principales beneficios que se atribuyen a la flexibilidad cambiaria. Por una parte, que este

régimen funciona como un mecanismo para amortiguar choques adversos y, por otra parte, que permite seguir una política monetaria independiente, es decir, enfocada en el panorama inflacionario del país. Desde 1953, Milton Friedman había enfatizado tales atributos del régimen de flexibilidad cambiaria. No obstante, en aquel entonces Friedman se enfocó en el caso de economías avanzadas. Tenía sus reservas sobre la conveniencia de ese régimen para economías en vías de desarrollo (Edwards 2020).

Tipo de Cambio Flexible como Amortiguador de Choques

El primer argumento a favor de la flexibilidad cambiaria es que un ajuste del tipo de cambio funciona como un amortiguador de choques. Bajo un régimen de tipo de cambio fijo, el ajuste se realiza a través de mayores fluctuaciones del producto, lo que implica costos elevados, como sucedía con el patrón oro.

Por su parte, bajo un régimen de libre flotación, los ajustes cambiarios implican modificaciones en los precios relativos de los bienes domésticos y externos, lo que permite absorber choques. Un ejemplo es el caso de México entre 2014 y 2016. En esos años, la economía nacional enfrentó una secuencia de choques adversos que condujeron a una mayor restricción de financiamiento externo.

Entre tales perturbaciones, figuraron un deterioro en los términos de intercambio debido a una disminución, a partir de la segunda mitad de 2014, en los precios internacionales del petróleo. Además, la trayectoria decreciente de la plataforma de producción de petróleo se acentuó en 2014. Estos choques condujeron a un marcado deterioro de la balanza comercial petrolera. En 2015, esta pasó de un superávit a un déficit.

Además, la economía mexicana estuvo afectada por la incertidumbre sobre el futuro de la relación comercial con Estados Unidos y Canadá, así como por el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal. En este entorno, los flujos de recursos financieros provenientes del exterior cayeron significativamente.

El ajuste de la economía implicó reducir el déficit en cuenta corriente, de manera que este fuera congruente con la menor disposición de recursos financieros externos. Ante la dificultad para revertir el comportamiento de la balanza comercial petrolera, se necesitaba de un ajuste en la balanza comercial no petrolera. En particular, que esta pasara de un déficit a un superávit. Al

respecto, la respuesta de la economía para lograr este ajuste fue mediante una depreciación del tipo de cambio real. Lo anterior modificó los precios relativos entre bienes comerciales y no comerciables, contribuyendo a que la economía se adaptara al nuevo entorno. Este episodio ilustra el funcionamiento de la flexibilidad cambiaria como un mecanismo para absorber choques reales.

No obstante, la economía también se encuentra sujeta a choques financieros. Por ejemplo, episodios de aversión al riesgo global que generen una volatilidad financiera excesiva, falta de liquidez en los mercados y, en consecuencia, un comportamiento desordenado de los mismos, incluido el mercado cambiario. Ante episodios de este tipo, los bancos centrales de economías emergentes, incluido el Banco de México, mantienen reservas internacionales. Ello para estar en condiciones de proveer liquidez en moneda extranjera en caso de ser necesario. Lo anterior, aun cuando el régimen cambiario sea de libre flotación. El Banco de México implementó, de manera exitosa, medidas para estabilizar los mercados financieros nacionales frente a los choques de la crisis financiera global (Sidaoui, Ramos-Francia y Cuadra, 2010) y de la pandemia de COVID-19 (Alba, Cuadra e Ibarra, 2013).

Flexibilidad Cambiaria y Política Monetaria Independiente

El trilema monetario formulado por Mundell (1963) y Fleming (1962) sostiene que los responsables de política económica pueden enfrentar tres objetivos: i) implementar una política monetaria independiente, es decir, enfocada en alcanzar objetivos internos; ii) permitir la libre movilidad de capitales y iii) un tipo de cambio estable. Únicamente dos de estos tres objetivos pueden ser mutuamente consistentes. Por consiguiente, los países deben decidir a cuál objetivo renunciaran. Al respecto, México ha optado por abandonar los esquemas de tipo de cambio predeterminado.

Así, un segundo argumento a favor de un régimen de flexibilidad cambiaria es que, en un entorno de libre movilidad de capitales, permite seguir una política monetaria independiente. En contraste, bajo un régimen de tipo de cambio fijo, la política monetaria termina dependiendo de las condiciones monetarias del país cuya moneda funciona como ancla cambiaria, históricamente Estados Unidos. En este contexto, la flexibilidad cambiaria es relevante, ya que es posible que el país tenga que modificar su postura monetaria aun cuando Estados Unidos no necesite ajustar la suya.

Como una primera aproximación a la conducción independiente de la política monetaria por parte del Banco de México, podemos analizar las acciones de esta institución durante los ciclos monetarios de la Reserva Federal. Al respecto, hay periodos en los cuales el Banco de México ha ajustado la tasa de interés en la misma dirección que la Reserva Federal, aunque no necesariamente en la misma magnitud. En principio, ello no significa que el Banco de México haya seguido mecánicamente a la Reserva Federal. Puede suceder que ambas economías hayan enfrentado choques comunes que, a su vez, hayan implicado que fuese apropiado mover la tasa de referencia en el mismo sentido.

Como un ejemplo de lo anterior, figura el episodio inflacionario asociado a los choques derivados de la pandemia de COVID-19 y del conflicto bélico en Ucrania. Las disrupciones en las cadenas globales de producción y distribución propiciaron escasez de múltiples insumos y graves problemas logísticos. Asimismo, los precios internacionales de diversos bienes primarios aumentaron significativamente. La inflación en la mayoría de los países, incluyendo México y Estados Unidos, alcanzó niveles que no se habían visto en mucho tiempo. En respuesta, el Banco de México y la Reserva Federal, como muchos otros bancos centrales alrededor del mundo, implementaron un ciclo de apretamiento monetario.

Aunado a lo anterior, el comovimiento de tasas también puede obedecer a la transmisión de choques de la economía estadounidense a la mexicana. Al respecto, Carrillo, Elizondo y Hernández (2020) analizan la transmisión de choques macroeconómicos de Estados Unidos hacia México mediante modelos de vectores autorregresivos estructurales. Estos autores encuentran que, ante un aumento en la demanda agregada en Estados Unidos, su actividad, inflación y tasa de interés se incrementan. A su vez, la mayor actividad económica en Estados Unidos conduce a una mayor demanda por productos mexicanos, lo que genera una mayor actividad y presiones al alza sobre los precios en México. Lo anterior propicia que la política monetaria en México responda aumentando la tasa de referencia.

Un ejemplo de lo anterior también aconteció durante la pandemia. La economía de Estados Unidos exhibió una recuperación dinámica, reflejando, primordialmente, los estímulos fiscales implementados en ese país. Tomando en cuenta la participación de Estados Unidos en la economía global, las

medidas fiscales referidas, como las transferencias a hogares, coadyubaron a una expansión de la demanda de mercancías a nivel global. Dada la elevada integración comercial entre México y Estados Unidos, el sector manufacturero nacional enfrentó una fuerte demanda externa.

Si bien la correlación entre la tasa de fondos Federales y la tasa de referencia del Banco de México es positiva, no se trata de una correlación perfecta. Por ejemplo, durante el episodio inflacionario de la pandemia, el Banco de México inició su ciclo de apretamiento monetario en junio de 2021, mientras que la Reserva Federal lo hizo en marzo de 2022.

Sobre este punto, las economías avanzadas, incluyendo la estadounidense, a diferencia de las emergentes, como la mexicana, habían mantenido niveles de inflación y de sus expectativas por debajo de sus metas por un lapso prolongado. Ello permitió que sus autoridades monetarias, incluyendo la Reserva Federal, fueran pacientes en el retiro de sus posturas acomodaticias. Los bancos centrales de economías emergentes, como el Banco de México, con un menor historial de estabilidad de precios tuvieron que responder de manera rápida. Ante la magnitud y carácter generalizado de los choques inflacionarios era indispensable actuar de manera oportuna para mantener ancladas las expectativas de inflación de mayor plazo.

Ante el avance en la desinflación, las autoridades monetarias han recortado su tasa de referencia. Durante 2025, el Banco de México ha disminuido su tasa de interés en 250 puntos base, mientras que la Reserva Federal se mantuvo en pausa desde diciembre de 2024 hasta septiembre de 2025. Al respecto, el comportamiento observado de la actividad económica, que es un determinante de la inflación, y sus perspectivas, han sido más débiles en México que en los Estados Unidos. Asimismo, a inicios de año, la tasa de referencia en México se situaba en niveles particularmente altos, en relación con sus valores históricos. Considerando sus distribuciones históricas, la inflación subyacente se encontraba en el percentil 50, al tiempo que la tasa real ex ante se ubicaba en el percentil 100. Ante ello, el Banco de México implementó un proceso de calibración de su postura monetaria.

Así, una política monetaria independiente significa que el Banco Central toma sus decisiones sobre la tasa de referencia en función de las condiciones macroeconómicas internas. Estas, a su vez, pueden verse influidas por factores externos. Sin embargo, el Instituto Central, al valorar la postura monetaria

apropiada, no responde de manera directa a factores externos. Estos se consideran en la medida en que incidan sobre el entorno macroeconómico doméstico.

Una política monetaria independiente no solo significa que el Banco Central tome sus decisiones en función del panorama macroeconómico doméstico. Además, se requiere que las acciones de política monetaria incidan sobre las condiciones financieras del país. Por ejemplo, que, ante un ciclo de alzas de la tasa de referencia, las condiciones financieras nacionales, en efecto, muestren un apretamiento.

La literatura sobre el ciclo financiero global enfatiza el comovimiento de los precios de los activos financieros, del crédito y de los flujos de capital a nivel global. Rey (2013) sostiene que el motor de este ciclo son las acciones de política monetaria de la Reserva Federal, las cuales inciden sobre el apetito por riesgo de los inversionistas internacionales. En este contexto, argumenta que:

“El trilema de la política monetaria en realidad es un dilema, ya que las economías abiertas no tienen autonomía monetaria respecto de la política estadounidense o del ciclo financiero global, a menos que impongan controles de capital”.

De Leo, Gopinath y Kalemli Ozcan (2022) encuentran que en economías emergentes hay una desconexión entre la tasa de referencia y las tasas de mercado de corto plazo debido a fluctuaciones en las condiciones financieras globales. Ello lo ilustran con el episodio del llamado *Taper Tantrum* en 2013. Ante la perspectiva de que la Reserva Federal comenzara a normalizar su postura monetaria, hubo un apretamiento en las condiciones financieras internacionales y un deterioro en las perspectivas para la economía global. Ante un escenario de debilitamiento económico, diversos bancos centrales de economías emergentes redujeron su tasa de referencia. Sin embargo, las tasas de interés de mercado, incluso de corto plazo, aumentaron en lugar de disminuir, en línea con la tasa de política monetaria. Ello debido a la mayor aversión al riesgo a nivel global. Los autores sostienen que esta desconexión entre tasas de referencia y tasas de mercado también se observa en periodos de baja volatilidad financiera.

En este contexto, resulta importante valorar la incidencia de la política monetaria en México sobre las condiciones financieras del país. Al respecto,

los resultados del análisis del traspaso de la tasa de referencia a las tasas de valores gubernamentales, apuntan a que el Banco de México al modificar su tasa objetivo influye sobre las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos (Banxico, 2022). No obstante, la magnitud del traspaso disminuye a medida que aumentan los plazos considerados. Así, en el caso de las tasas de corto plazo, el traspaso es inmediato y completo. Ello se explica por un proceso de arbitraje financiero. Por otra parte, en el caso de las tasas de mayor plazo, como la de 10 años, la incidencia de la tasa de referencia es positiva, aunque de una menor magnitud.

Aunado a lo anterior, el análisis del traspaso de la tasa de referencia a las tasas de interés bancarias muestra que este también es positivo y estadísticamente significativo (Banxico, 2024a). Por una parte, en el caso de las tasas de interés de los préstamos que la banca comercial otorga a las empresas, en el corto plazo el traspaso es parcial. No obstante, con el transcurso de los meses, el traspaso aumenta y al término de un año prácticamente es completo. Por su parte, en el caso de los préstamos para vivienda, los cuales son de largo plazo, el traspaso también es positivo, pero significativamente menor.

En suma, cuando el Banco de México modifica la tasa de referencia, el resto de las tasas de interés en la economía tienden a moverse en la misma dirección en la cual el Banco Central ajusto su tasa. No obstante, el efecto es menor en el caso de las tasas de largo plazo. En una economía pequeña y abierta, como la economía mexicana, las tasas de interés de mayor plazo pueden verse afectadas por factores globales. Ello no es un aspecto exclusivo de México, sino que se observa en el resto de las economías emergentes.

En cuanto al crédito bancario, trabajos recientes como los de Chinguil-Rojas, Esquivel y Leal (2024), así como Mena, Tobal y Werner (2025), encuentran que la política monetaria en México tiene incidencia sobre la tasa de crecimiento del crédito bancario. Si bien las decisiones sobre la tasa de referencia afectan al resto de las tasas de interés y al crédito, el efecto sobre la demanda agregada, mediante estos canales, es menor en México que en otras economías. Ello considerando la baja penetración del crédito en México, en comparación con lo observado en otros países, incluso de la región de América Latina.

Con respecto al tipo de cambio, este desempeña un papel primordial en la transmisión de la política monetaria en México. Una manera habitual de

analizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria es mediante modelos de vectores autorregresivos. Estos apuntan a que en México la incidencia de la política monetaria es mayor sobre la inflación de mercancías que sobre otros rubros (Banxico, 2024b). Ello es consistente con la idea de que el canal más relevante es el del tipo de cambio. Las mercancías son bienes comerciables cuyos precios dependen, en mayor medida, de referencias internacionales y también del tipo de cambio.

En los últimos años, las acciones de política monetaria del Banco de México influyeron sobre la cotización de la moneda nacional. En particular, durante 2023 y los primeros meses de 2024, la tasa de referencia y el diferencial de tasas con respecto a Estados Unidos se mantuvieron elevados con respecto a sus valores históricos. Ello condujo, en ese momento, a una apreciación significativa del tipo de cambio. Lo anterior, junto con el desvanecimiento de los choques globales, especialmente la normalización en el funcionamiento de las cadenas de suministro, contribuyó a la desinflación.

Finalmente, es importante señalar que la evolución del tipo de cambio no solo se ve afectada por la política monetaria del Banco Central, sino también por múltiples factores. Así, en la segunda mitad de 2024, el peso mexicano registró una depreciación cambiaria debido a factores tanto externos como idiosincráticos. Durante 2025, aun cuando el diferencial con respecto a Estados Unidos ha disminuido, la moneda nacional volvió a apreciarse. Ello en respuesta a diversos factores, entre estos el debilitamiento generalizado del dólar estadounidense. Así, las acciones de política monetaria inciden sobre el tipo de cambio, si bien no lo determinan, ya que este también puede verse afectado por otros elementos.

Consideraciones finales

El Banco de México, a lo largo de su historia, ha transitado por distintos regímenes cambiarios, los cual han condicionado la manera en que se conduce la política monetaria en el país. Mientras menos flexible es el esquema cambiario mayor es la rigidez que se impone a la política monetaria.

Acontecimientos críticos, como crisis financieras y contracciones económicas, forzaron el abandono de ciertos regímenes y la adopción de otros. A finales del siglo pasado se implementó un régimen de flexibilidad cambiaria, el cual ha funcionado como mecanismo para absorber choques.

Asimismo, bajo este régimen el Banco de México sigue una política monetaria que puede catalogarse como independiente. Las decisiones se toman en función de las condiciones macroeconómicas internas. Los factores externos son relevantes en la medida en que estos afecten al panorama inflacionario local. Asimismo, las decisiones de la institución inciden sobre las condiciones financieras domésticas, si bien el impacto sobre las diversas variables financieras es heterogéneo.

Referencias

- 1) Alba, Carlos, Gabriel Cuadra y Raúl Ibarra (2023). “The effects of central bank extraordinary measures on financial conditions: Evidence from Mexico”. *Applied Economics*, 56(34), 4064-4085.
- 2) Banco de México (2024a). “Evidencia sobre el traspaso de la tasa objetivo de política monetaria a las tasas de interés bancarias en México”. Informe Trimestral Abril-Junio 2024.
- 3) Banco de México. (2024b). “Monetary policy transmission in Mexico: an overview and banking channels insights using granular data”, en *How can central banks take account of differences across households and firms for monetary policy*. BIS Papers No. 157.
- 4) Banco de México (2023). “Relación entre las tasas de interés de largo plazo en México y Estados Unidos ”. Informe Trimestral Julio-Septiembre 2023.
- 5) Banco de México (2022). “Traspaso de la tasa de referencia de México sobre las tasas de interés a distintos plazos”. Informe Trimestral Abril-Junio 2022.
- 6) Banco de México (2021). “Banxico ante ciclos de ajustes en la tasa de fondos federales”. Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2021.
- 7) Banco de México. (2009). “Regímenes cambiarios en México a partir de 1954”. Manuscrito.

- 8) Cárdenas Enrique. (2015). El largo curso de la economía mexicana. De 1780 a la actualidad. Fondo de Cultura Económica.
- 9) Carrillo, Julio, Rocío Elizondo y Luis Hernández Roman. (2020). "Inquiry on the transmission of US aggregate shocks on Mexico: A SVAR approach". *Journal of International money and finance*. 104. 1041-1058.
- 10) Carstens, Agustin y Alejandro Werner. (1999). "Mexico's monetary policy framework under a floating Exchange rate regime". Banco de México. Documento de Investigación 9905.
- 11) Carstens, Agustín. (2015). "Los últimos 60 años de política monetaria y el papel del Banco de México" en *La Economía y las Finanzas Públicas*. INAP.
- 12) Cavazos Lerma, Manuel. (1976). "Cincuenta años de política monetaria" en *Cincuenta años de Banca Central: ensayos conmemorativos*. Editor: Ernesto Fernández Hurtado. Fondo de Cultura Económica y Banco de México.
- 13) Chiguil-Rojas, Atzin, Gerardo Esquivel y Julio Leal. (2024). "La trasmisión de la política monetaria a través del crédito bancario en México". *El Trimestre Económico*. 91(363), 603-662.
- 14) De Leo, Pierre, Gita Gopinath y Sebnem Kalemli-Ozcan. (2022). "Monetary policy and the short-rate disconnect in emerging economies". NBER No. 30458.
- 15) Edwards, Sebastian. (2020). "Milton Friedman and exchange rates in developing countries". NBER Documento de Trabajo No. 27975.
- 16) Fleming, Marcus. (1962). "Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates". IMF Staff Papers 9.

- 17) Friedman, Milton. (1953). "The case for flexible exchange rates." In M. Friedman (eds.), *Essays in Positive Economics*, pp. 157-203. University of Chicago Press.
- 18) Flores, Juan y Gianandrea Nodari. (2025). "Nacimiento y desafíos de Banxico: 1925-1931". *Oros Dialogos*. Colmex. No. 32.
- 19) Krugmal, Paul. (1979). "A model of balance of payments crises". *Journal of Money, Credit and Banking*. 11(3), 311-325.
- 20) Marichal, Carlos y Manuel Bautista. (2025). "La política monetaria en México 1900-1940: Notas Históricas y series cuantitativas". Colmex. Documento de Trabajo No. 2025-1.
- 21) Martínez, Lorenza (2005). "La política cambiaria y monetaria en México: lecciones de una década de flotación cambiaria". *ICE: Revista de Economía*. No. 821.
- 22) Mena, Lorenzo, Martín Tobal y Alejandro Werner. (2025). "Monetary policy transmisión in an emerging market: The financial frictions channel vs the interest rate channel". Manuscrito.
- 23) Messmacher Miguel y Alejandro Werner. (2002). "La política monetaria en México: 1950-2000". *Gaceta de Economía*, ITAM, No 7, Tomo 1.
- 24) Meza Felipe. (2018). "The monetary and fiscal history of Mexico: 1960-2017". University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics. Documento de Trabajo No. 2018-64.
- 25) Mundel, Robert. (1963). "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates". *Canadian Journal of Economics*, 29.

- 26) Ortíz, Guillermo. (2013). "Independencia de los bancos centrales: Avances y retos". Conferencia Internacional 20 aniversario de la autonomía del Banco de México.
- 27) Rey, Helen. (2013). "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence". Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium.
- 28) Rodríguez, Victoria, Gabriel Cuadra y Daniel Sámano. (2023). "Inflation targeting in Mexico. Evolution, achievements and policy lessons" en *Central Banking in the Americas Lessons from two decades*. BIS. Vol 127, pp 113-128.
- 29) Rubli, Federico. (2022). "28 años de flotación cambiaria". IMEF.
- 30) Sidaoui, José, Manuel Ramos-Francia y Gabriel Cuadra. (2010). "The Global financial crisis and policy response in Mexico" en *The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies*. BIS Papers. No 54
- 31) Turrent, Eduardo. (2015). "Las reformas monetarias de 1931 y 1932 en México: críticas e incompreensión". *América Latina en la Historia Económica*. Vol 2. No 2.
- 32) Turrent, Eduardo. (2007). "El Banco de México en evolución: transición hacia el esquema de objetivos de inflación". *Análisis Económico*, vol. XXII, núm. 50. Universidad Autónoma Metropolitana.