

Política Monetaria y Perspectivas Económicas

Palabras del Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador del Banco de México, en el Colegio de Economistas de Nuevo León, Monterrey, N.L., el 3 de junio de 2011

Agradezco mucho al Colegio de Economistas de Nuevo León la invitación para participar en su reunión mensual. Es un enorme gusto regresar a mi ciudad natal en donde realicé mis estudios y me desempeñé como economista en los primeros años de mi carrera profesional. Pero, en especial, es un honor poder dirigirme, una vez más, a los amigos y colegas profesionistas de este estado para hablar sobre la política monetaria y el panorama económico de nuestro país.

En materia de política monetaria me gustaría compartir con ustedes el siguiente mensaje. Los beneficios de la estabilidad de precios han sido tan claros que, en años recientes, el mundo y nuestro país se han movido hacia inflaciones bajas. En esta transición, se ha confirmado que no existe un dilema real entre inflación y crecimiento económico y que es contraproducente subordinar el objetivo de estabilidad de precios a metas alternativas efímeras. De ahí que nuestro país deba continuar con sus esfuerzos por consolidar la estabilidad de los precios. En la última parte, analizaré, de forma sucinta, las perspectivas económicas de México.

Beneficios de una inflación baja

En cualquier nación, la inflación es un mal que genera ineficiencias e inequidad con severos daños sobre el bienestar. Aún cuando se anticipe perfectamente, la inflación propicia que la sociedad desperdicie tiempo y otros recursos para adaptarse a ella. Sin embargo, como sabemos, la inflación

difícilmente puede predecirse con exactitud. Cuando no se pronostica ni se detecta con oportunidad, los empresarios pueden tomar decisiones de producción e inversión equivocadas. Además, la inflación inesperada genera redistribuciones de ingreso no pactadas en las transacciones, que dependen de los errores o de las diferencias de poder de negociación de las partes involucradas. En todo caso, el efecto más dramático de la inflación recae sobre la gente más pobre, la cual mantiene la mayor parte de sus ahorros de forma monetaria y escasamente puede protegerse contra este mal.

La evidencia empírica sobre los daños de la inflación es amplia. Tal vez la prueba más clara sea la repetida asociación negativa que se observa entre el crecimiento económico y la inflación, usando datos nacionales e internacionales y diferentes períodos. Muchos estudios estadísticos han confirmado que la relación inversa descrita va más allá de una simple correlación, al confirmar un efecto adverso de la inflación sobre el crecimiento del ingreso por habitante, una vez que se toman en cuenta otros factores que pueden contribuir al desarrollo económico.¹

El reconocimiento generalizado de que más inflación produce sólo perjuicios para la sociedad ha llevado a la mayoría de los países a aplicar políticas monetarias congruentes con la estabilidad de precios. De esta manera, el crecimiento promedio anual de los precios en el mundo se redujo de poco menos de once por ciento en los años setenta del siglo pasado, a menos de cuatro por ciento en la primera década del presente siglo.

Por cierto, debe señalarse que este avance no ha sido uniforme entre naciones. Por ejemplo, en el lapso referido, la inflación promedio anual de las economías avanzadas descendió de casi nueve a aproximadamente dos por ciento. En contraste, en las economías emergentes, si bien la caída de la inflación fue notable por haber partido de una tasa promedio casi del doble de la de los países desarrollados, y haberse agravado en el camino, el dato

¹ Véase, por ejemplo, Barro, R. J. (1997), *Determinants of Economic Growth: A Cross Country Empirical Study*, Cambridge, The MIT Press; y, Guerrero, F. (2006), "Does Inflation Cause Poor Long-Term Growth Performance?," *Japan and the World Economy* 18: 72-89.

reciente se ubica todavía en más del triple de la referencia de los avanzados, es decir, casi siete por ciento.² El abatimiento de la inflación en las regiones en desarrollo continúa siendo un importante desafío.

México ha ganado considerable terreno en el combate de este mal que tanto afectó su desempeño económico en el pasado. Como en otras economías emergentes, el mejoramiento más profundo y duradero se ha registrado en este siglo. Este esfuerzo ha generado beneficios tangibles para la economía mexicana. Por ejemplo, la menor inflación ha permitido una baja significativa de las tasas de interés y un mayor desarrollo financiero, al reducir la incertidumbre sobre el rendimiento real de las inversiones, lo que ha posibilitado que el Gobierno Federal y las empresas se financien a tasas nominales fijas a plazos cada vez más largos. Adicionalmente, aunque aún se requiere una mayor penetración bancaria en la economía, se ha expandido el crédito otorgado por las instituciones financieras al sector privado y ha florecido el crédito hipotecario a plazos largos y tasas nominales fijas.

No hay dilema entre inflación y crecimiento económico

El aumento de la inflación mundial en los años setenta se debió, en buena medida, a una concepción equivocada de la época, de que existía un dilema entre el crecimiento económico y la inflación. Como saben, este punto de vista se basó en una aparente relación estadística inversa entre la inflación y la tasa de desempleo, conocida como la Curva de Phillips por el nombre del profesional que primero la identificó, la cual propició recomendaciones de política económica orientadas a aceptar un poco de más inflación a cambio de menos desempleo.³

² Véase Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington, D.C.

³ El trabajo estadístico pionero se basó en la relación entre el desempleo y las variaciones de los salarios nominales. Véase Phillips, A. W. (1958), "The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957," *Economica* 25 (100): 283-299.

Las elevadas tasas de inflación, combinadas con los episodios de recesión en la década de los setenta del siglo pasado, desdibujaron esta relación y pusieron en entredicho el supuesto dilema. A partir de entonces, la mayoría de los economistas abandonó el paradigma errado y reconoció que no existe una disyuntiva real entre inflación y crecimiento económico.

Como Friedman y Phelps habían predicho años atrás, la supuesta tensión entre las referidas variables carecía de fundamento. De forma resumida, estos autores reconocieron que en cualquier momento existe una “tasa natural de desempleo” que obedece a factores no monetarios. Si el banco central intenta reducir el desempleo por debajo de esa tasa y el público lo sabe, el resultado es más inflación. Si, por el contrario, existen imperfecciones de información, se puede lograr una reducción transitoria del desempleo que desaparece cuando resurge la inflación. El problema es que esta oportunidad para reducir el desempleo no puede ser utilizada de manera sistemática ya que los agentes económicos anticiparán el incremento en la inflación, lo que elimina el efecto de la sorpresa y genera un sesgo inflacionario.⁴

Lo anterior pone de relieve el papel de la política monetaria, lo que puede y no puede hacer. La política monetaria no puede usarse para impulsar arbitrariamente el crecimiento económico. Si lo intenta sólo produce inflación. Es decir, la curva de Phillips relevante es vertical. Lo que sí puede hacer la política monetaria es enfocarse a crear un ambiente de estabilidad de precios. Ello protege el poder adquisitivo del ingreso y el ahorro de las familias y permite la eficiencia de la economía y el aprovechamiento adecuado de las oportunidades productivas.

En la preservación de la estabilidad de precios, sin duda la política monetaria debe tomar en cuenta la fase del ciclo en que se encuentra la economía. Así los movimientos de las tasas de interés, que son la herramienta primordial de los bancos centrales para preservar la estabilidad de los precios, deben

⁴ Véase Friedman, M. (1968), “The Role of Monetary Policy,” *The American Economic Review* 58 (1): 1-17; y Phelps, E.S. (1968), “Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium,” *The Journal of Political Economy* 76 (4): 678-711.

interpretarse como ajustes hacia nuevos niveles de equilibrio congruentes con la situación económica. Por ejemplo, ante un choque adverso a la productividad, es probable que la tasa de interés de equilibrio baje al haber disminuido la productividad marginal del capital. Sin embargo, esta acción de política monetaria no debería interpretarse, desde mi punto de vista, como un estímulo que ponga en entredicho el compromiso con la estabilidad.

Ahora bien, me gustaría comentar sobre dos temas recurrentes en el debate público sobre el papel de la política monetaria. El primero es la advertencia común de no perseguir el objetivo de estabilidad por el costo en que podría incurrirse durante la transición de una inflación alta a una baja. Sin duda, este costo podría aparecer en la medida en que la estabilización carezca de credibilidad y la sociedad no tenga el suficiente tiempo para prepararse a una menor inflación. De entrada, debe señalarse que, aún en caso de registrarse, tal sacrificio sería transitorio y ciertamente inferior a los beneficios duraderos de la estabilidad. De cualquier manera, en México no existe evidencia de un costo social relacionado con la estabilización reciente, ya que el enfoque ha sido gradual y ha estado acompañado de reducciones en la inflación esperada.

Un segundo tema tiene que ver con la recomendación de relajar la política monetaria con el fin de propiciar una depreciación de la moneda frente al dólar y así promover las exportaciones. Sin embargo, cabe señalar que para las exportaciones el precio relevante es el tipo de cambio real que, en equilibrio, está determinado por factores fundamentales reales como son los movimientos en los “términos de intercambio”, la productividad y la rentabilidad de las inversiones.⁵ Si, por ejemplo, mejoran los términos de intercambio por aumentos en los precios relativos de varios de los productos exportables, es natural que la moneda tienda a apreciarse. Una política monetaria que buscara combatir la apreciación podría arriesgar el compromiso con la estabilidad de los precios, además de deprimir los salarios reales con un impacto adverso sobre el gasto interno de la economía.

⁵ Los términos de intercambio se definen como el precio de un bien promedio exportable en términos de un bien promedio importable.

Política monetaria e inflación reciente en México

Desde el año 2000 el Banco de México ha seguido una estrategia formal de objetivos de inflación, en la cual la política monetaria es guiada por metas de inflación explícitamente anunciadas. El compromiso del Banco Central por alcanzar estos objetivos sirve de “ancla” para la formación de precios y las expectativas de inflación en la economía. Como saben, desde finales de 2003 el objetivo permanente de inflación ha sido tres por ciento anual. Esta meta se acompaña con un intervalo de variabilidad de más menos uno por ciento, el cual no representa un objetivo ni un rango de indiferencia sino la posibilidad acotada de variaciones de inflación en torno a la meta por cambios en precios altamente volátiles.

El proceso de desinflación con base en la estrategia de objetivos de inflación ha sido notable. La inflación promedio anual descendió de más de 16 por ciento en 1999 a poco más de 4 por ciento desde finales de 2003. La convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de tres por ciento representa una tarea completamente alcanzable. La Junta de Gobierno ha reiterado su compromiso por vigilar que este proceso se complete.

La evolución reciente del crecimiento anual de los precios va en esa dirección. Después de una elevación considerable de la inflación anual en 2008, impulsada, entre otros factores, por aumentos extraordinarios en los precios de las materias primas y la depreciación del peso frente al dólar en el contexto de la crisis global, el crecimiento de los precios ha ido descendiendo desde 2009. A la evolución reciente han contribuido el cambio de una “brecha del producto” positiva durante 2007 y 2008 a una negativa desde 2009, la apreciación de la moneda, así como un comportamiento menos adverso en el índice de precios no subyacente.⁶

⁶ En términos generales, la brecha del producto se define como la diferencia entre el producto observado y el producto potencial de la economía. Para una descripción técnica, véase Banco de México, Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2009, página 74.

En este contexto, la política monetaria ha buscado ser preventiva tomando en cuenta la evolución previsible de la inflación y la naturaleza de las perturbaciones que la afectan. De ahí que después de incrementar la tasa de interés objetivo en 75 puntos base a mediados del año previo para hacer frente a las presiones inusitadas de precios, la Junta de Gobierno del Banco de México haya ajustado esta variable a la baja en 375 puntos durante 2009.

En los primeros cinco meses de 2011 ha continuado la baja la inflación general anual. A ello han contribuido las repetidas caídas del componente de precios agropecuarios, especialmente en mayo. Sin embargo, algunos de los factores que han favorecido la reciente baja de la inflación a tasas cercanas a tres por ciento podrían no repetirse en el futuro. Por ello, la Junta de Gobierno ha reiterado en sus comunicados de política monetaria que se mantendrá atenta a los diferentes factores de riesgo que pudieran alertar acerca de presiones generalizadas sobre los precios para, en caso de materializarse, ajustar oportunamente la postura monetaria para lograr la convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de tres por ciento.

Perspectivas Económicas

Como resultado de la gradual corrección de los desequilibrios que desataron la debacle financiera, desde mediados de 2009 la economía mundial ha registrado una tendencia hacia la recuperación. Esta evolución ha sido más vigorosa en las economías emergentes que en las avanzadas. Así, mientras que la producción industrial del primer grupo superó los niveles previos a la crisis hacia finales de 2009, la del segundo aún se encuentra por debajo de su correspondiente referencia en 2011.

Debe destacarse que la economía de Estados Unidos se encuentra en el octavo trimestre consecutivo de expansión. Desde mediados de 2009, este país ha registrado un crecimiento trimestral anualizado promedio de casi tres por ciento. Tal dinamismo ha estado sustentado en el consumo y la inversión

privados, lo que sugiere cierto grado de auto sostenibilidad. No obstante, permanecen rezagados el sector de la vivienda, cuyo ajuste de precios parece lejos de haber concluido, así como el empleo.

Más aún, recientemente diferentes indicadores han apuntado hacia una cierta moderación en el crecimiento de la economía mundial. Uno de ellos es el dinamismo económico de Estados Unidos en el primer trimestre, menor al esperado. Otro es el deterioro de los problemas financieros en algunas economías de la Unión Monetaria Europea. Un tercer factor se refiere al impacto relacionado con los desastres naturales ocurridos en marzo pasado en Japón. Tal vez el desafío mayor a mediano plazo sean las implicaciones que sobre el crecimiento económico tenga el abandono de los extraordinarios estímulos monetarios y fiscales que tarde o temprano tendrán que realizar las economías avanzadas.

Por tanto, el consenso de analistas ha ajustado moderadamente a la baja las perspectivas económicas globales y las de Estados Unidos. A pesar de ello, debe señalarse que se mantiene una perspectiva de recuperación. En particular, para Estados Unidos, el consenso de analistas espera que el PIB se expanda 2.7 y 3.2 por ciento y la producción industrial 5.0 y 4.2 por ciento, durante 2011 y 2012, respectivamente.⁷

En sintonía con la recuperación económica mundial, la economía de México ha mantenido una tendencia de mejoría desde la segunda mitad de 2009. Así, después de haber caído 6.1 por ciento en 2009, el PIB aumentó 5.5 por ciento en 2010. El impulso inicial provino de la demanda externa por productos manufactureros mexicanos, al reanimarse la producción industrial de Estados Unidos con la que éstos guardan una estrecha relación. Posteriormente se ha recuperado el consumo y, en menor medida, la inversión privada.

Durante el primer trimestre, el PIB de México creció 4.7 por ciento, ritmo superior al observado en el primer y último trimestre de 2010. Un comentario similar puede hacerse respecto al dinamismo tanto del sector industrial como

⁷ Bluechip Economic Indicators 36(5), 10 mayo 2011.

el de los servicios. Los datos mensuales del IGAE ajustados por estacionalidad revelan que la producción registró una leve contracción en marzo, la cual incluyó una caída en las actividades terciarias. Estos datos, empero, no son suficientes para identificar una tendencia de desaceleración de la economía mexicana. En todo caso, no puede excluirse cierta moderación del dinamismo económico de nuestro país como consecuencia de efectos adversos del exterior, como la contracción manufacturera de Japón con un posible impacto en los suministros a empresas en México.

Se espera que la economía mexicana continúe su trayectoria de crecimiento durante este y el siguiente año, sustentada en la mayor producción industrial estadounidense, la reanimación del crédito bancario así como el fortalecimiento del empleo y de los salarios reales en el país. Así, el Banco de México prevé que el crecimiento del PIB se encuentre entre 4 y 5 por ciento durante 2011 y entre 3.8 y 4.8 por ciento en 2012. Los riesgos de esta previsión coinciden, en gran medida, con los descritos para el escenario mundial.

Conclusión

La reducción de la inflación mundial ocurrida en las décadas recientes refleja un cambio de visión y la ausencia de dilemas entre este mal y el crecimiento económico. Los bancos centrales han comprobado que su mayor aportación al bienestar social es contribuir a la estabilidad de los precios. Durante el presente siglo, México ha avanzado significativamente en el proceso de convergencia hacia el objetivo permanente de inflación de tres por ciento. Esta meta es perfectamente alcanzable como lo demuestra la propia experiencia de México y la de muchos otros países. Finalmente, aunque se han moderado recientemente, las perspectivas de crecimiento económico siguen siendo positivas para el mundo y para nuestro país.