

ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO ECONOMICO:

EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL

Palabras del Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador del Banco de México, en la Reunión de la Asociación de ex Alumnos del ITAM, ITAM, Mayo 14 de 2010

Quiero agradecer la invitación del maestro Guillermo Zúñiga, presidente de la Asociación de ex Alumnos del ITAM, para compartir con ustedes, distinguidos profesionistas, algunas ideas sobre el papel de los bancos centrales en la economía y la sociedad. Es un honor estar de regreso en esta institución universitaria con la que he estado unido por largo tiempo como profesor y amigo de muchos de sus estudiantes.

En esta ocasión abordaré el tema de la estabilidad y el crecimiento económicos, los cuales son objetivos sociales a los que todo banco central y, en particular, el Banco de México deben contribuir. Lo haré dividiendo mi ponencia en dos partes: en la primera buscaré describir cómo los bancos centrales al cuidar la estabilidad de los precios propician un entorno que protege el bienestar y fomenta el crecimiento económico. El mensaje central es que el objetivo de procurar la estabilidad de los precios es a la vez un objetivo que favorece el bienestar y el crecimiento. En la segunda parte de mi exposición analizaré la forma en que al promover el sano desarrollo del sistema financiero los bancos centrales fortalecen adicionalmente las condiciones necesarias para el dinamismo de la economía.

Estabilidad de precios y crecimiento económico

La función básica de los bancos centrales es emitir la moneda que sirve de curso legal. La utilización del dinero como unidad de medida y almacén de

valor confiables hace indispensable que los institutos emisores busquen preservar su poder adquisitivo. En nuestro país la Constitución asigna al Banco de México esta responsabilidad como objetivo prioritario.

Ahora bien, la bondad de la estabilidad de los precios es una idea claramente aceptada por todas las sociedades actuales. Independientemente de su nivel de ingresos, los ciudadanos saben que es mejor no tener inflación que tenerla. Esta verdad se corrobora todos los días, dicho sea sin exageración, con la propia experiencia. Los estragos de los períodos de alta inflación han sido confirmaciones dramáticas de esta realidad para muchos mexicanos.

Los economistas han documentado con detalle los costos económicos y sociales de la inflación. Ésta equivale a un impuesto no legislado sobre los saldos monetarios, por lo que al desincentivar su uso genera ineficiencias en la asignación de recursos. Cuando es inesperada, la inflación provoca además errores en las decisiones económicas e incertidumbre que inhibe la planeación, el ahorro y la inversión.

Estos y otros costos tienen dos implicaciones. En primer lugar y contrario a lo que a veces se afirma, la estabilidad de los precios es un bien en sí mismo y, por lo tanto, puede considerarse un fin. La razón es que la inflación es una confiscación de riqueza que atenta contra los derechos de propiedad de las personas. A menos de que no se use el dinero ni siquiera como referencia contractual, la inflación puede redistribuir arbitrariamente proporciones significativas de riqueza. Este impuesto afecta en especial a las personas con menos ingreso, las cuales mantienen una elevada proporción de sus ahorros en efectivo.

En segundo lugar, la estabilidad de los precios es un prerrequisito para el crecimiento económico. Al evitarse las distorsiones y la inseguridad asociadas con la inflación se facilitan la creación de negocios y los proyectos de inversión. Los estudios empíricos han confirmado que existe una relación inversa entre inflación y crecimiento económico de largo plazo. En particular, la inestabilidad financiera relacionada con el descontrol de la inflación fue responsable, en una buena parte, del desempeño económico desfavorable de

nuestro país en las tres últimas décadas del siglo pasado. Este daño es aún más evidente cuando se exploran las causas de la desventaja que manifiesta México respecto de las economías con elevadas tasas de expansión del ingreso por habitante, como por ejemplo los países de Asia del Este.¹

Lo anterior nos lleva a la conclusión de que la estabilidad de los precios es benéfica por partida doble: preserva el bienestar y favorece el desarrollo. Por otra parte, no conozco algún estudio empírico que demuestre que la inflación por sí misma produzca beneficios. En el mejor de los casos, los estudios estadísticos concluyen que para bajas inflaciones, concepto que varía entre investigaciones, los efectos podrían ser menores o imperceptibles, pero nunca son favorables.

Por eso, desde 2003 el Banco de México ha perseguido como objetivo procurar una inflación anual del 3%. Se ha estimado que esta referencia es congruente con la estabilidad de los precios, una vez consideradas las imperfecciones comunes de la medición de la inflación. Las imperfecciones referidas surgen al no captar los índices de precios aspectos esenciales como las mejoras en la calidad de los bienes, los cambios tecnológicos y las modificaciones en las estructuras de consumo, y estas omisiones sesgan al alza la medición de inflación.

La meta de inflación en México se refiere a la variación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y no a la de uno de sus componentes, ya que este índice general es el indicador más adecuado para reflejar el deterioro del poder adquisitivo de la moneda. La validez de usar el índice general, por ejemplo, en lugar del “subyacente” se ejemplifica por el hecho de que el componente “no subyacente, que contiene elementos como los precios de frutas y verduras, puede afectar de forma más severa a la población de menos ingresos.

¹ Para una estimación del efecto de la inflación sobre el crecimiento de largo plazo véase Barro, Robert J., *Determinants of Economic Growth*, Cambridge: The MIT Press, 1997 y para una evaluación del efecto de la inestabilidad en México en comparación con Asia del Este, véase De Gregorio, José y Jong-Wha Lee, “Growth and Adjustment in East Asia and Latin America”, *LAEBA Documento de trabajo No. 17*, diciembre 2003.

Por otra parte, es sabido que una estabilidad de los precios duradera requiere el apoyo de una posición fiscal solvente. Los desequilibrios fiscales crecientes pueden conducir al público a temer que el banco central los financiará en el futuro y traicionará así su compromiso con el control de la inflación. Y no es una percepción infundada, por el contrario: la experiencia histórica demuestra que ante persistentes desequilibrios fiscales, los bancos centrales se ven más presionados para relajar su política monetaria, en detrimento de la estabilidad de los precios.

Por cierto, una situación semejante podría complicar la percepción sobre el futuro manejo de la política monetaria de algunos bancos centrales en naciones industrializadas que actualmente tienen elevados déficit fiscales. Para mitigar estos riesgos, en México la Constitución ha otorgado autonomía al Banco Central por lo que ninguna autoridad puede obligarlo a otorgar financiamiento. Esta es la razón de ser de la autonomía; no se trata de un privilegio de un banco central o de su junta de gobierno, sino de una garantía que el Estado otorga a los usuarios de la moneda nacional de que no recurrirá al expediente de financiar gastos deficitarios mediante la degradación de la moneda y el consecuente despojo de riqueza a la sociedad.

A pesar del consenso a favor de la estabilidad, el acuerdo parece menor cuando se plantea elegir entre dos acciones que, en ocasiones, podrían parecer en conflicto: la *estabilización* de los precios y la estabilización de la actividad económica en el corto plazo. Este supuesto dilema suele expresarse por el público a través de dos argumentos: primero, que combatir un brote de inflación puede causar una retracción económica, y segundo, que es posible estimular la actividad económica aceptando una mayor inflación.

Aunque la disyuntiva descrita podría presentarse en el corto plazo, es posible minimizarla e incluso eliminarla con una política monetaria prudente. En primer lugar, para ser eficiente en el corto plazo, la política monetaria debe ser parte de una estrategia de largo plazo fincada en las expectativas por parte del público de que la inflación, en promedio, se mantendrá baja. Ello

requiere un récord largo de estabilidad de los precios y una gran credibilidad del compromiso de mantenerla.

En segundo lugar, la política monetaria congruente con la estabilidad siempre toma en cuenta las condiciones de la economía, en particular la fase del ciclo económico. Así, cuando la economía presenta cierta holgura respecto de su capacidad productiva, la política monetaria puede relajarse ya que la situación contribuye al descenso del dinamismo de los precios, y sucede lo contrario cuando se presentan presiones inflacionarias como resultado de que la actividad económica rebasa por suficiente tiempo su potencial.

Lo anterior implica que ante diversos choques macroeconómicos, la estabilización de los precios y la estabilización de la actividad económica no están contrapuestas. La respuesta de la política monetaria descrita puede justificarse teóricamente. Un enfoque sencillo es el de reglas monetarias, inspiradas en la contribución original del economista John B. Taylor, según las cuales la autoridad ajusta la tasa de interés respondiendo a desviaciones de inflación respecto de la meta y según la magnitud de la brecha entre la actividad económica efectivamente realizada y su nivel potencial.²

En esta y otras formulaciones, las decisiones monetarias no buscan inducir manipulaciones arbitrarias de la actividad económica. El supuesto fundamental es que la política monetaria ayuda a la economía a adaptarse ante diversas perturbaciones, para retomar la senda del crecimiento sostenido en un ambiente de estabilidad de largo plazo de los precios. Esta premisa difiere profundamente del propósito de estimular la actividad económica poniendo en peligro la estabilidad. Cuando los objetivos de estabilidad y crecimiento se plantean como antagónicos, las ganancias en actividad, si ocurren, tienden a ser pasajeras. Por el contrario, permitir el agravamiento de la inflación eleva los costos reales de futuras estabilizaciones.

² Véase Taylor, John B., "Discretion versus Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214, 2007.

En suma, la estabilidad de los precios favorece el crecimiento en el largo plazo y no existe contradicción irremediable entre crecimiento económico y control de la inflación en el corto plazo si la política monetaria se conduce con autonomía y prudencia.

Así, con base en la ampliación de la brecha estimada del producto, el Banco de México pudo bajar 375 puntos base su tasa de interés de referencia durante los siete primeros meses de 2009. Lo hizo de manera preventiva al evaluar que esta holgura permitiría el descenso de la inflación, lo cual efectivamente ocurrió al cerrar el año en un 3.6%.

Este resultado, debe inscribirse a la luz de la evolución de la inflación en la pasada década. Si bien ha sido importante el descenso de la inflación durante ese lapso, al que ha contribuido la adopción formal de la estrategia de objetivos de inflación desde 2001, la inflación anual de los últimos años se ha ubicado en promedio por encima del 4%. Además, las encuestas de especialistas recabadas por Banxico reflejan expectativas de inflación de mediano plazo aún superiores al 3%. Estos datos plantean un desafío para lograr que la inflación y las expectativas de la misma converjan hacia la meta del Banco de México.

En ocasiones se afirma que, en presencia de esta tarea, sería preferible elevar la meta de inflación. Esta modificación enfrenta por lo menos dos inconvenientes. El primero y obvio es que una meta mayor sería incongruente con la noción de estabilidad de los precios según la ha estimado el propio Banxico. El segundo tiene que ver con el claro riesgo de pérdida de la credibilidad sobre la cual se sustenta la política monetaria. Si se modifica una vez la meta, el público podría válidamente preguntarse cuántas veces más en el futuro las autoridades monetarias cambiarán la meta, convirtiendo lo que se ofreció como empeño permanente en una referencia sujeta a las circunstancias.

Banco central y estabilidad financiera

La búsqueda de la estabilidad de los precios no es lo único que hacen los bancos centrales a favor del bienestar. En el caso del Banco de México, destacan dos finalidades legales complementarias a su objetivo prioritario: promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

En la primera finalidad, Banxico comparte con otras autoridades la tarea de establecer reglas y vigilar que los intermediarios financieros se expandan en condiciones sólidas y de competencia. En la segunda, el Banco de México opera y promueve el uso de los sistemas de pagos para hacer más eficiente todas las transacciones que se realizan mediante intermediarios. En ambas funciones, se busca que la penetración financiera aumente y sea sostenible a fin de que un mayor número de mexicanos se beneficie de los servicios financieros. La evidencia empírica revela que existe una asociación positiva entre las diferentes mediciones de “profundidad financiera” y el desarrollo económico. Aunque no son concluyentes, los datos sugieren que, por lo menos en parte, la causalidad puede ir de la primera al segundo.³

En este contexto, me gustaría comentar sobre algunas lecciones de la reciente crisis global, cuya manifestación crítica fue una grave inestabilidad de los sistemas financieros de las naciones desarrolladas, que se contagió al resto del mundo. Esta volatilidad tomó la forma de un súbito ajuste en el precio de los activos y una elevación de la percepción del riesgo y, por lo tanto, de la aversión asociada al mismo, lo que provocó una gran contracción de los mercados crediticios y una amplia demanda de liquidez. El antecedente de la crisis fue una adopción excesiva de riesgos por parte del público, proceso en el que las instituciones financieras jugaron no sólo un papel de intermediarios sino también de demandantes significativos de riesgo.

³ Véase Levine, Ross, “Finance and Growth: Theory and Evidence” en Philippe Aghion and Steven N. Durlauf, eds., *The Handbook of Economic Growth*, chapter 12, Elsevier North Holland, 2005.

La magnitud de la crisis, cuyas secuelas aún no concluyen, ha puesto de manifiesto la necesidad de contar con un diagnóstico objetivo de sus causas, para realizar las reformas que permitan reducir la probabilidad de futuras inestabilidades y, en su caso, enfrentarlas adecuadamente. El sistema financiero es vital para el funcionamiento de cualquier economía y su solidez depende de la estabilidad de precios y viceversa. De ahí que los bancos centrales tengan un papel central para preservar la estabilidad financiera.

Si bien no es posible contar con un diagnóstico definitivo de la crisis, no es arriesgado afirmar que fue resultado de varios factores. Dentro de estos elementos algunos autores han señalado que ciertas medidas públicas contribuyeron a configurar un ambiente propicio para la toma excesiva de riesgos. Destacan, por ejemplo, las metas gubernamentales de financiamiento de “vivienda asequible” y las bajas tasas de interés durante los años precedentes a la debacle en Estados Unidos. Independientemente de la validez de este diagnóstico, llama la atención la falla generalizada en la detección de riesgos por parte de los supervisores.⁴

Como saben, la respuesta de las autoridades de los países afectados por la crisis ha sido firme. Entre otras medidas, se han incluido acciones de política fiscal y monetaria sin precedente para proveer liquidez, propiciar la normalización de las operaciones crediticias y mitigar los efectos recesivos. La gran expansión monetaria y fiscal llevada a cabo en Estados Unidos y otras naciones avanzadas plantea el reto de una estrategia oportuna de retiro de tales estímulos. Deberá realizarse para prevenir posibles presiones inflacionarias y no presionar indebidamente las tasas de interés en el futuro.

Considerando lo anterior, por lo menos dos grandes lecciones pueden desprenderse de la crisis reciente. Por una parte, es esencial asegurar que la política económica no genere incentivos para el sobreendeudamiento y por otra, debe contarse con un marco adecuado de regulación y supervisión del sistema y de los intermediarios financieros. En esta segunda vertiente la agenda internacional ha incorporado propuestas de cambios en las

⁴ Véase por ejemplo, Taylor, John B. *Getting Off Track*, Hoover Institution Press, 2009.

regulaciones y la arquitectura de supervisión. En particular, se contemplan modificaciones de los requisitos de capital, liquidez y reservas preventivas de las instituciones, así como procedimientos de mayor transparencia sobre la exposición a riesgos. Se revisan, además, los mecanismos de provisión de liquidez a las instituciones solventes y de resolución expedita de las insolventes, sobre todo las consideradas “demasiado grandes para quebrar”, esto con el fin de mitigar el “riesgo moral” y, al mismo tiempo, propiciar la continuación de la operación de los mercados aún en situaciones críticas.

Finalmente, México no enfrentó problemas notables con las instituciones financieras, por lo que fue posible mantener una postura fiscal y monetaria prudente. La ausencia de graves complicaciones refleja, en gran medida, algunos beneficios directos o indirectos de la crisis de mediados de los noventa. Sobresalen tres elementos: primero, la mejor regulación y supervisión financiera, por ejemplo, reglas de capitalización y de operaciones en moneda extranjera de los bancos; segundo, la aplicación de sanos modelos de negocio por parte de los intermediarios, por ejemplo, productos de crédito hipotecario de menor riesgo; y tercero, el aún incipiente desarrollo en México de algunos productos financieros sofisticados, que fueron el conducto de gran parte de la sobreexposición al riesgo en las naciones desarrolladas.

Como consecuencia, el Banco de México no tuvo que ampliar su balance como lo hicieron los bancos centrales de esos países y la autoridad fiscal, lejos seguir una política fiscal excesivamente expansiva, pudo promover una reforma que mejoró la situación de las finanzas públicas con ventaja respecto de otras naciones. Si bien el país tiene muchas tareas pendientes en el ámbito del sistema financiero, en particular con relación a una mayor bancarización, los avances alcanzados son un buen punto de partida.

Conclusión

Con la búsqueda de la estabilidad de precios los bancos centrales contribuyen a propiciar un ambiente que protege el bienestar y promueve el crecimiento económico. Aun en el corto plazo no tiene por qué existir un conflicto irremediable entre el crecimiento económico y el control de la inflación si la política monetaria se conduce prudentemente. Así, en 2009, el Banco de México pudo bajar 375 puntos base su tasa de interés de referencia de manera preventiva, al estimar que la holgura de la economía permitiría el descenso de la inflación, lo cual efectivamente ocurrió. No obstante, persiste el desafío de lograr la convergencia de la inflación a la meta de inflación del 3% de forma permanente.

Por otra parte, al promover el desarrollo del sistema financiero, los bancos centrales fortalecen adicionalmente las condiciones necesarias para el dinamismo económico. Existe una relación positiva entre las diferentes mediciones de “profundidad financiera” y el desarrollo económico. México no enfrentó problemas con las instituciones financieras en la reciente crisis global, lo que en gran medida reflejó el aprovechamiento de algunas lecciones de la crisis de mediados de los noventa. Los resultantes avances constituyen un buen punto de partida para las tareas pendientes del país en materia financiera, como es la inclusión en los servicios financieros y una sana expansión del crédito al sector privado.