

El corto monetario como instrumento de la política monetaria recesiva (1998-2005)

JUAN FERNANDO GUERRERO HERRERA¹

Resumen

Este trabajo presenta un análisis del instrumento denominado “corto monetario”, utilizado por el Banco de México (Banxico) para controlar la inflación y procurar el crecimiento económico. Analiza la eficacia de la aplicación de este mecanismo por medio de los resultados obtenidos. Aborda la ideología que hay detrás de la aplicación de esta medida, al considerar que la instrumentación de la política monetaria restrictiva no se puede entender sin comprender el programa general y la coyuntura donde se encuentra el país que la aplica. Describe los elementos medulares que, de acuerdo con los criterios internacionales, dan estabilidad macroeconómica a los países. Ilustra los criterios y líneas de acción utilizados por el Banxico para aplicar el corto monetario, así como el aterrizaje de estas medidas en función de sus resultados. Menciona algunas ideas divergentes acerca de las vías a utilizar para tratar la inflación. Enuncia cómo el Banxico hace efectivas sus líneas de acción, y presenta un modelo econométrico que analiza la efectividad del corto monetario en México, así como las conclusiones derivadas de dicha aplicación.

Abstract

This study presents an analysis about the mechanism called “short monetary”, used by Central Mexican Bank (Banxico) to restrict the inflation and procure the economic growing. This document analyses the efficacy of the application of this economic mechanism throw the obtained results. The article considers the ideology that is behind of the application of this mechanism, at considerate that the instrumentation of the restrictive monetary policy can not be appreciate without an understanding about the main economic policy and the conjuncture where the country that is applying it is

1. Profesor de carrera por oposición, Departamento de Economía, CUCEA, UdeG.

running. It describes the main elements that, according to the international criteria, produce macroeconomic stability to the countries. Illustrate the criteria and the action lines used by Banxico to apply “I cut monetary”, and the application of this measure in function of its results. Mention some ideas divergent about the ways to use for treat inflation. Enunciate how Banxico do effectives its action lines and presents an econometric model that analyse the efficacy of “short monetary” in México, and the conclusions derivate of this application.

Introducción

Este trabajo analiza la aplicación del “corto monetario” en México a partir de 1988 en un contexto amplio, en virtud de que su instrumentación no es una medida aislada y eminentemente técnica. Por el contrario, dicho mecanismo está inmerso en una serie de políticas e ideologías específicas, líneas de acción diseñadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y aplicadas por el gobierno mexicano por conducto de Banxico. En este sentido, la aplicación del “corto monetario” es parte de un programa general basado en el esquema de privatización/liberalización/estabilización.

México y los países de América Latina y el Caribe (ALC) han vivido en crisis económicas recurrentes que han dejado un deterioro permanente en los niveles de vida de su población. Estas crisis también han originado diferencias en términos de desarrollo y participación en el PIB continental por parte de estos países. A lo anterior se aúna la naturaleza geopolítica de México y del ALC y su dependencia hacia Estados Unidos, ataduras que han obligado a los países latinoamericanos a implantar el denominado Consenso de Washington (Stiglitz, 2001).

Derivado de lo anterior, en México y en ALC la distribución de la riqueza es muy limitada, ello originado por un crecimiento endeble, lo que a su vez genera el deterioro permanente del nivel y calidad de vida de sus habitantes.

En este contexto, el presente artículo analiza el corto monetario como un mecanismo de política económica ligado al aspecto monetario; al observar su comportamiento y sus resultados, este ejercicio analítico da a conocer la naturaleza, génesis y resultados de la aplicación del corto y su incidencia con otras variables de nuestra economía. Aborda las consideraciones técnicas de este mecanismo y su naturaleza al interior del campo ideológico, así como los comportamientos empíricos sobre las tasas de crecimiento y el desenvolvimiento de la economía en general.

En particular, este ensayo tiene como objetivos: 1. Dar a conocer la concepción ideológica que hay detrás de la aplicación del corto monetario como medida de política monetaria restrictiva; 2. Describir el concepto de economía macro y los elementos medulares de estabilidad macroeconómica, incluida la política monetaria; 3. Ilustrar los criterios y las líneas de acción de Banxico en materia de política macroeconómica y monetaria; 4. Mencionar lo que es el corto monetario como mecanismo de acción de la política monetaria; 5. Identificar los criterios utilizados por Banxico para aplicar el corto monetario y evidenciar el mecanismo de transmisión de la política monetaria;

6. Enunciar algunas voces divergentes sobre el paradigma inflacionario, y 7. Mostrar algunas evidencias empíricas y resultados de la política monetaria en México.

Concepción ideológica detrás del mecanismo del corto y las políticas monetarias restrictivas

El Consenso de Washington consiste en una serie de políticas y medidas que decidieron los países hegemónicos del Grupo de los Siete (G7), pero principalmente Estados Unidos, acerca de lo que tenían que hacer los países latinoamericanos para lograr el “desarrollo”. Condiciones que saltan a la vista, puesto que detrás de esta decisión hay en el fondo la creencia en la linealidad del crecimiento y la economía de la filtración. Visiones económicas de corte neoclásico, donde se obedece la idea de que hay un solo camino y estatus de crecimiento a través de la idea del estado estacionario, “más allá del cual no habría mejoras en la calidad de vida de los individuos”. Además de la idea firme de que primero hay que crecer a como dé lugar para después distribuir la riqueza. Sin embargo, como la mayor parte de las ideas neoclásicas, la economía de la filtración no ha sido más que una creencia, un artículo de fe en términos de Joseph Stiglitz.

Así, entre los puntos estipulados por el Consenso de Washington se encuentran la liberalización económica, la contención del déficit fiscal, las privatizaciones, la desregulación por parte del Estado y el abatimiento de la inflación. Todo esto, según el organismo, con el objetivo de generar las condiciones de estabilización para el crecimiento y el desarrollo. Sin embargo, la aplicación de estas políticas ha llevado a México y a ALC a permanecer en el retroceso económico, debido a que muchas de esas políticas se transformaron en fines en sí mismas, más que en medios para un crecimiento equitativo y sostenible (Stiglitz, 2003).

Aparentemente podemos hablar de un fracaso del FMI y de los países del G7 para generar el desarrollo en los países subdesarrollados, incluido México, por lo que cabría preguntarse ¿por qué ha sido imposible el crecimiento de dichos países cuando las políticas delineadas por el FMI se han llevado a cabo al pie de la letra? En una primera instancia podríamos decir que se ha tratado de una serie de errores de aplicación, o bien de “desconocimiento del terreno”, debido a que la realidad de cada país es diferente. En este sentido, es extraño que se hayan recomendado las mismas políticas que pusieron en práctica países como Rusia o los países del Este Asiático. En segunda instancia, se puede pensar que el objetivo real es el no crecimiento de los países con problemas de desarrollo, en virtud de que ello beneficia al interés de los grandes corporativos financieros y de capitales. Bajo esta perspectiva, los países periféricos sólo han servido para que las grandes corporaciones financieras logren sus objetivos aprovechando las desregulaciones y las crisis recurrentes de dichos países.

En suma, se puede decir que el fundamentalismo económico del FMI como velo de los verdaderos intereses de dominación, en conjunto con la dependencia económica hacia Estados Unidos y el problema de la deuda, han obligado a México y países de

ALC a instituir las medidas delineadas por el Consenso de Washington, con los efectos ya conocidos.

Esta ideología ha penetrado muy hondo en nuestras instituciones. El poder económico y político también ha modificado las estructuras del pensamiento. El corto monetario como mecanismo para abatir la inflación a toda costa (objetivo del Consenso de Washington) responde a esta posición ideológica. Banxico y las demás instituciones gubernamentales involucradas en la definición y aplicación de política económica en México, han adoptado también dichos principios y líneas de acción para abatir la inflación.

Concepto de economía macro y elementos medulares de estabilidad macroeconómica

En congruencia con el modelo ortodoxo, los principales exponentes de la teoría neoclásica dicen que la macroeconomía se preocupa sobre todo de los grandes agregados económicos.

La economía macro se ocupa en gran parte de los problemas del desempleo e inflación. Para el estudio de estos problemas la economía macro puede dividirse en dos grandes áreas. Una se refiere al estudio de la teoría del ingreso y el desempleo, y la otra, al estudio de la teoría monetaria. La primera trata, en gran medida, sobre los efectos del gasto del gobierno y los impuestos en el nivel de actividad económica. La segunda se ocupa principalmente de los efectos que la cantidad de dinero y las tasas de interés tienen sobre la economía (Petercen Willis, 1998).

O también:

Existen elementos que de manera común son señalados, por las autoridades económicas de los diversos países, como los elementos medulares de la estabilidad macroeconómica. Estas autoridades generalmente se refieren a las política fiscal, de endeudamiento, monetaria² y cambiaria. La experiencia internacional es diversa y coincide en los criterios siguientes: 1. Déficit fiscal/PIB, 2. Deuda pública/PIB, y 3. Inflación. La cuantificación de límites o metas varía entre países (Mantecon Gutiérrez, 1998).

Por su parte, Óscar Vera Ferrer (1998) señala: “Las políticas fundamentales para la estabilidad macroeconómica de largo plazo son la fiscal y monetaria”.

2. La política monetaria es el conjunto de acciones que determinan el monto y la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, lo que a su vez afecta otras variables económicas como la tasa de interés. Por su parte, la política contraccionista es una medida de política monetaria que reduce la oferta monetaria, por lo general con la intención de aumentar las tasas de interés y combatir la inflación.

Criterios y líneas de acción del Banco de México en materia de política macroeconómica y monetaria

Históricamente, el gobierno mexicano ha aplicado políticas monetarias de corte ortodoxo y monetarista por conducto de Banxico.

Anteriormente el Banco Central de México tenía facultades para fijar objetivos múltiples relacionados con la aplicación de un esquema integral para el desarrollo de la política monetaria.

Antes el Banxico tenía múltiples objetivos e instrumentos, y procuraba incidir directamente sobre los sectores productivos buscando incentivar la producción a través de los cajones selectivos de crédito, sobre el multiplicador bancario a través del encaje legal, sobre la oferta monetaria en general a través de las operaciones de mercado abierto, y sobre la salud del sistema bancario mediante las operaciones de redescuento (prestamista de última instancia) (Ampudia Márquez, 2004).

Sin embargo, a partir de la última reforma al Artículo 28 constitucional, el Banco de México es autónomo, y constitucionalmente su principal función está dirigida a controlar la inflación.

El Artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos dice:

El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.

De lo anterior se deduce que en la actualidad el Banco Central de México está enfocado prioritariamente al control de la inflación, y no se plantea objetivos múltiples de aplicación para el desarrollo de la política monetaria. La legislación primaria de México ha dejado de reconocer el funcionamiento integral de Banxico, y dejado a un de lado sus funciones relacionadas con las políticas de crédito, promoción a la producción y de vigilancia del desarrollo económico.

A partir de 1995 Banxico determina sus objetivos y lineamientos de política monetaria mediante sus programas monetarios anuales.

La génesis y los criterios oficiales para la instrumentación de políticas económicas restrictivas, son las siguientes:

Desde 1994, cuando la crisis desestabilizó la economía de nuestro país, la credibilidad de Banxico se vio severamente afectada debido a la devaluación del peso y al repunte de la inflación. En ese momento se abandonó el uso del tipo de cambio fijo y flotante como ancla nominal de la economía, para dar paso al tipo de cambio libre. La falta de credibilidad exigía que Banxico mostrara mayor transparencia en la conducción de la política monetaria.

De esta manera se decidió adoptar un mecanismo monetario muy visible, la justificación para las nuevas implementaciones se leen en el programa monetario para 1995, como sigue:

La mayoría de los bancos centrales ha dejado de adoptar objetivos cuantitativos en cuanto a la evolución de su propio crédito o de agregados monetarios tales como los billetes y monedas en circulación, medio circulante u otros. Esto, debido a que los cambios tecnológicos o de regulación financiera, ocurridos en las últimas décadas, han dado lugar a que se haya perdido en buena medida la relación más o menos estable, que años atrás existía, entre alguno de esos agregados y el PIB nominal. No obstante lo expresado en el párrafo inmediato anterior, la presente crisis de confianza en la moneda nacional determina la conveniencia de que el Banco Central adopte una política de crédito primario sumamente estricta. Esto lo puede hacer imponiéndose un límite al crecimiento de su crédito interno durante el año. Esta fórmula puede coadyuvar eficazmente a que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos vayan convergiendo con las proyecciones de precios contenidas en el programa económico adoptado por el Gobierno Federal, las cuales concuerdan con las estipulaciones del Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (Banco de México, 1995).

En ese momento, el Banco de México consideró muy peligroso utilizar la fijación de las tasas de interés a corto plazo, por lo que, para ser consecuentes con el paradigma predominante, se dejó a las fuerzas del mercado la determinación de las tasas de interés y, así, el Banco de México estableció el “encaje promedio cero” y la utilización de objetivos de saldos acumulados como instrumentos de política monetaria para enviar señales y no intervenir cuantitativamente.

Bajo este esquema, el Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero mediante subastas, ofreciendo créditos, depósitos, o a través de la compraventa de valores gubernamentales en directo o en reporto. A ese fin, el Banco Central fija el monto a subastar, de manera que la suma de los saldos acumulados de las cuentas corrientes de toda la banca (saldo acumulado de saldos diarios totales) inicie la siguiente jornada en una cantidad determinada de antemano (Werner, Martínez y Sánchez, 2001).

Esta política se hace más explícita a partir del año 2000. Los programas monetarios anuales del Banco de México (2000-2005) señalan que el principal objetivo es contribuir a disminuir la inflación, y para ello se fijan como metas del periodo bajar gradualmente la inflación, a menos de 10% en 2000, hasta llegar a 3% en 2005.

La política monetaria de los años 2000 a 2005 se fundamenta en dos elementos básicos:

1. El Banco de México ajusta diariamente la oferta y demanda primaria a fin de que corresponda a la demanda estimada de base monetaria, y
2. El Banco de México podría modificar la política monetaria, haciéndola restrictiva o relajada, en caso de que se presenten circunstancias inesperadas que así lo aconsejen (Guerrero Herrera, 2000).

Al actuar sobre la base monetaria, el Banco de México puede influir en la tasa de interés y en el tipo de cambio y, con ello, en la trayectoria del nivel general de precios.

El corto monetario como mecanismo de acción de la política monetaria

El corto monetario es una medida antiinflacionaria cuantitativa mediante “el crédito que otorga a una tasa de castigo que afecta las condiciones del mercado de dinero” (Werner, Martínez y Sánchez, 2001), y es utilizada por Banxico para influir en las expectativas de los agentes económicos en materia de sus decisiones de demanda monetaria, cuya principal influencia recae en las tasas de interés y, por lo tanto, en las decisiones de inversión, crédito y de consumo, principales motores de la economía.

A su vez, influye en el tipo de cambio y favorece la recuperación del valor del peso en el corto plazo, porque las tasas de interés tan altas son un incentivo para invertir en instrumentos denominados en moneda nacional y dejar posiciones en divisas. Se aprecia la moneda.

Es una medida no representativa cuantitativamente ya que los niveles que restringe en términos de la base monetaria en México llegan apenas al 1% de la base total. Entonces, el corto se erige como una señal que juega sobre las expectativas a través de mecanismos de afectación bicondicional endógenos de profecías autocumplidas (Márquez, 2005).

Verifiquemos ahora el mecanismo específico y los canales sobre los que actúa y desacelera la economía dicho mecanismo.

En primer lugar Banxico eligió, en contraste con el tradicional manejo de la tasa de interés como variable operativa, el saldo acumulado de la cuenta corriente de la banca comercial en el banco central. Banxico funciona como banco de bancos; la banca comercial consigue así crédito y liquidez para sostener sus estructuras de préstamos y movimientos financieros generales.

Por su parte, el marco de operación que define la política monetaria en el país es el siguiente: libre flotación del peso, libre determinación de las tasas de interés en el mercado de dinero y régimen de saldos diarios o encaje promedio cero. “La estrategia de metas de inflación se aplica a través del régimen de saldos diarios y la definición del saldo objetivo. Adicionalmente se utilizan las operaciones de mercado abierto como mecanismo que refuerce el logro del saldo objetivo” (*idem*).

De esta manera, el corto descansa sobre el régimen de saldos acumulados y el saldo objetivo. Es importante señalar que:

El corto no es un mecanismo que retire dinero de la circulación, sino que el Banxico emite una cantidad menor que la que se supone se demandará al siguiente día, esto es importante porque los bancos comerciales saben que, al menos uno de ellos, no tendrá los recursos suficientes para satisfacer dicha demanda futura y tendrá un sobregiro que será penalizado con una tasa equivalente a dos veces los Cetes; la reacción inmediata es aumentar las tasas

de interés, lo que modifica la oferta y demanda de crédito por parte de los agentes económicos (Ampudia Márquez, 2004).

Acompañando a esta medida, se instrumentan las denominadas operaciones de mercado abierto, las cuales permiten alcanzar el objetivo de saldos acumulados; asimismo, restringen la liquidez mediante la venta de bonos gubernamentales y el uso de los bonos de regulación monetaria (BREMS), instrumentos cuantitativos que permiten retirar liquidez del sistema.

Pero el corto es una señal y no incide cuantitativamente; su eficacia relativa reside en la modificación de expectativas pues, como hemos señalado, la primera variable afectada es la tasa de interés. Y ésta incide sobre el tipo de cambio en una relación directa, pues a mayor tasa de interés, mayor apreciación del peso frente al dólar y, por lo tanto, incide en los precios del sector de bienes comerciables y, finalmente, en la inflación.

Profundizando un poco más sobre la afectación del tipo de cambio y sobre los precios de los bienes comerciables, es importante señalar que en México existe una alta respuesta ante dicho proceso.

En primer lugar, esto se debe a la fuerte integración económica producto de la apertura comercial. Esto, a su vez, aumenta la sensibilidad de los precios productivos y de la demanda agregada a las fluctuaciones del tipo de cambio.

En segundo lugar, el historial mexicano de inflación elevada y crisis en la balanza de pagos, seguidas de las devaluaciones, han contribuido a generar expectativas directamente relacionadas entre inflación y tipo de cambio. El factor de las expectativas sigue siendo determinante para estos procesos de política monetaria.

Además, el tipo de cambio también se ve afectado por una serie de factores externos, donde subrayamos el de la inestabilidad financiera internacional. De esta manera, nada garantiza el éxito de los mecanismos monetarios nacionales.

Podríamos decir que la política monetaria está cooptada y anclada a los vaivenes del mercado internacional el que, a su vez, se encuentra regido por intereses cupulares. Observemos algo al respecto del comportamiento del tipo de cambio que demuestra esta situación:

La depreciación del peso frente al dólar, cuyo tipo de cambio rebasó los 11 pesos a principios de 2003, tiene que ver con los desequilibrios que ha tenido el mercado mundial a causa del derrumbamiento de las torres gemelas, ese famoso 11 de septiembre que paralizó a todo el mundo por el efecto que podría provocar a futuro. La gráfica 1 muestra el efecto que este hecho tuvo en el tipo de cambio.

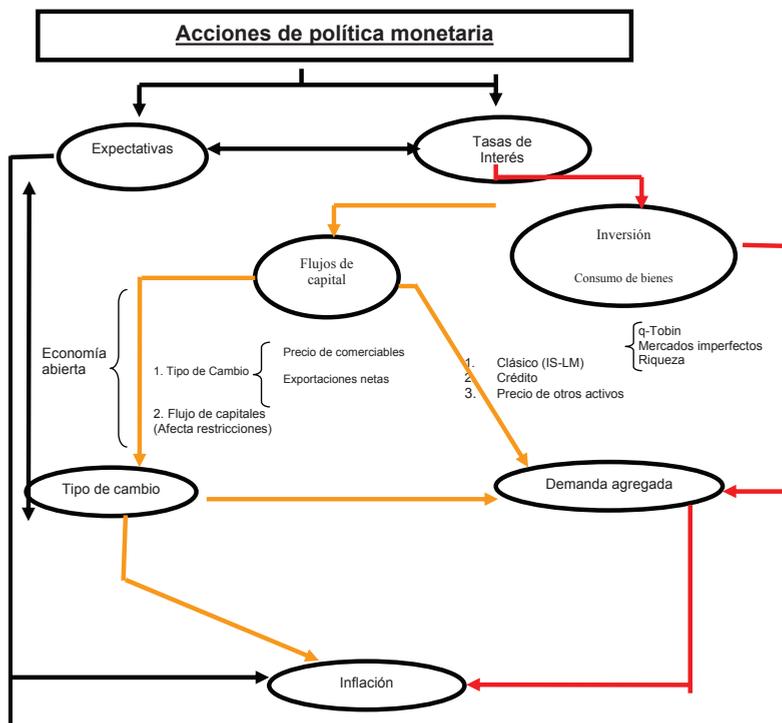
Esta gráfica refleja el repunte que tuvo el tipo de cambio, muestra que el incremento del dólar respecto al peso fue de 17%; éste fue el efecto que tuvo la caída de las torres gemelas en el tipo de cambio.

Aunado a lo anterior, y para efecto de continuar con el análisis de los mecanismos del corto, a continuación el diagrama 1 ilustra el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Gráfica 1. Tipo de cambio



Diagrama 1. Mecanismo de transmisión de la política monetaria



Fuente: Banco de México

Los criterios del Banco de México para aplicar el corto monetario y el mecanismo de transmisión de la política monetaria

Los autores Werner, Martínez y Sánchez señalan lo siguiente:

Es importante conocer en qué momentos Banxico adoptará dicho mecanismo como una medida política monetaria restrictiva. Los casos se registrarán cuando existan las circunstancias siguientes:

1. Cuando detecte presiones inflacionarias futuras incongruentes con el logro de los objetivos de inflación adoptados y, por ende, las expectativas inflacionarias se desvíen considerablemente respecto de las metas de inflación.
2. Cuando se presenten perturbaciones inflacionarias. En particular, la política monetaria procurará en toda circunstancia neutralizar los efectos secundarios de las perturbaciones exógenas sobre los precios y, en ocasiones, actuará de manera precautoria para contrarrestar parcialmente los efectos inflacionarios directos que originen los movimientos de los precios clave en la economía. El objetivo final es que los ajustes necesarios de los precios relativos afecten sólo moderadamente al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), elevando su nivel pero evitando el deterioro de las expectativas inflacionarias.
3. Cuando se necesite restaurar condiciones ordenadas en los mercados cambiarios y de dinero (Werner, Martínez y Sánchez, 2001).

Algunas voces divergentes sobre el paradigma inflacionario

Una situación importante a señalar, es que no existe una relación estable entre los agregados monetarios y la inflación; dicha situación ha llevado a la gran mayoría de los bancos centrales del mundo a reducir la importancia otorgada a la evolución de dichos agregados en el análisis y evaluación de las presiones inflacionarias.

Por tanto, el hecho descrito ha desacreditado la utilización mecánica de estas variables para la conducción de la política monetaria. Varios autores, por ejemplo Mishkin (2000), han descrito con detalle la experiencia internacional referente al uso de agregados monetarios como objetivos intermedios. La evidencia que sustenta la decisión de diversos bancos centrales de reducir la importancia de la evolución de los agregados monetarios en el análisis de las presiones inflacionarias, se presenta en la experiencia histórica, en la cual se demuestra que en varios países industrializados los niveles de inflación y el monto de monedas y billetes en circulación no tienen ninguna relación directa ni causal.

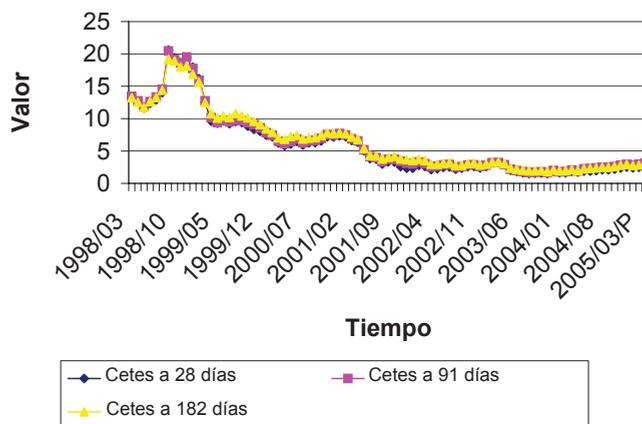
En el análisis de dicho comportamiento puede apreciarse que la relación comentada no ha sido estable y que en varias ocasiones se ha detectado que en aquellos periodos en los que la inflación disminuye, la tasa de crecimiento de la base monetaria aumenta de manera considerable. Esto nos obligaría a preguntarnos, entonces, ¿cuál es el origen y la causa de la inflación? ¿Qué genera la inflación?

Evidencias empíricas y resultados de la política monetaria en México

En el contexto de la conducción de la política monetaria en México, el logro de la meta de inflación es el objetivo primordial de la autoridad monetaria, y ésta actúa cada vez que juzga que las condiciones monetarias determinadas por el mercado son incompatibles con dicho objetivo. En un ambiente de constantes perturbaciones, tanto internas como externas, el esquema actual de instrumentación de la política monetaria en México ha resultado eficaz para distribuir el efecto de estas perturbaciones entre el tipo de cambio y la tasa de interés. Sin embargo, “bajo este esquema de instrumentación el comportamiento de la tasa de interés está influido también por los ajustes realizados por los agentes en el mercado, lo que significa que las acciones de política monetaria del Banxico puedan verse contrarrestadas por estos ajustes, limitando su efectividad para lograr la meta de inflación” (Werner, Martínez, y Sánchez, 2001).

Respecto a las tasas de interés, de acuerdo con el instrumento que se toma como referencia (Cetes), éstas han tenido un descenso significativo desde la aplicación del corto. En la gráfica 2 se puede apreciar este fenómeno.

Gráfica 2. Tasas de interés



La aplicación del corto ha dado como resultado una disminución de las tasas de interés en todos sus plazos (corto, mediano y largo) aunque, como es de esperar, siempre la tasa de interés de mayor plazo tiende a ser más alta, pero sigue teniendo el efecto de disminución de la tasa de interés que les permite a los inversionistas hacer una planeación estratégica más segura.

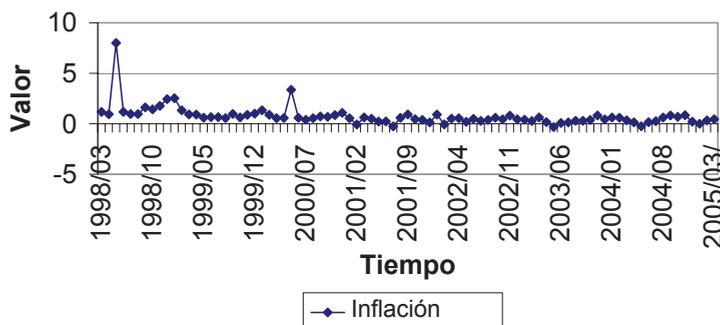
En cuanto a la inflación, ésta es una de las variables macroeconómicas que a la mayoría de los países del mundo les cuesta mantener estable, por diversas causas. Una de las más comunes en la actualidad es la inflación generada por el lado de la deman-

da, basada en el consumismo, apoyado este último principalmente por la aparición del dinero electrónico que permite, por medio de las tarjetas de crédito, gastar más de lo que se ingresa o posee; dicha situación provoca que se aumente constantemente la demanda de bienes y servicios y, si no se logra incrementar la productividad, entonces se genera inflación por la incompatibilidad entre la oferta y demanda. Este tipo de inflación también puede ser causado por noticias que provoquen la especulación por parte de la sociedad, que obliguen a realizar compras de emergencia, como el denominado efecto de inercia o, bien, las profecías autocumplidas. En síntesis, las causas de la inflación pueden ser múltiples.

Lo importante es mantener esta variable económica estable porque, de no hacerlo, ésta provoca devaluaciones, hace que los capitales extranjeros salgan del país, que aumente la tasa de interés porque la sociedad demanda mayor cantidad de dinero ante los precios tan altos, etcétera.

México ha experimentado periodos de inflación muy fuertes, incluso hasta de tres dígitos (en la época de López Portillo los precios se incrementaron en más de 100%), y ello evidentemente provoca inestabilidad económica; sin embargo, a partir de la aplicación del corto monetario, la inflación se ha controlado, esta medida ha cumplido con su objetivo de mantener la inflación estable. La gráfica 3 muestra el comportamiento de la inflación desde la aplicación del corto.

Gráfica 3. Inflación



La gráfica nos permite observar que la inflación ha disminuido y se ha estabilizado con ligeros picos a la alza en el año 2000, pero tal parece que la medida de aplicación del corto está cumpliendo con los objetivos, e incluso se han tenido inflaciones negativas. Los economistas clásicos argumentaban que no se podía tener crecimiento económico sin inflación, pero que ésta tenía que estar a la par del incremento de la productividad, ya que de no ser así, sólo se tenían los mismos bienes y servicios pero con precios más altos.

John Maynard Keynes decía lo siguiente respecto a la inflación: “La oferta monetaria debe ajustarse para financiar el nivel deseado de crecimiento económico y para evitar las crisis financieras y los altos tipos de interés que frenan tanto el consumo como la inversión” (Biblioteca de Consulta, 2005).

Tal parece que la forma correcta para llevar a cabo el precepto económico definido por Keynes es la aplicación del corto monetario, ya que éste permite mantener el control de la inflación y ajustar el crecimiento económico. La primera vez que se aplicó esta medida fue el 11 de marzo de 1998 con un monto de 20 millones de pesos (mdp); en total se han aplicado 54 medidas de corto en siete años, la última el 23 de marzo de 2005 con un monto de 79 mdp; sin embargo, llegó alcanzar 700 mdp en abril de 2003, que fue la medida más fuerte aplicada por Banxico.

La tabla 1 nos muestra todos los cortos aplicados y los montos (Cetes a 28 días, que representa la tasa de interés), el tipo de cambio promedio (un cálculo matemático de suma de tipo de cambio a las ventas más el de la compra entre, dos), y la inflación, todos desde marzo de 1998.

Tabla 1

<i>Años</i>	<i>Tipo de cambio promedio</i>	<i>Tasa de interés</i>	<i>Inflación</i>	<i>Cortos aplicados mdp</i>	<i>Cortos aplicados/ 20 mdp</i>
1998/03	8.45	13.19	1.17	20	1
1998/04	8.45	12.62	0.94	20	1
1998/05	8.7	11.63	8	20	1
1998/06	8.95	12.38	1.18	30	1.5
1998/07	8.9	12.9	0.96	30	1.5
1998/08	9.9	14	0.96	70	3.5
1998/09	10.18	20.58	1.62	100	5
1998/10	10.03	19.39	1.43	100	5
1998/11	9.95	18.5	1.77	130	6.5
1998/12	9.8	19.38	2.44	130	6.5
1999/01	10.1	17.96	2.53	160	8
1999/02	9.95	16.18	1.34	160	8
1999/03	9.55	12.51	0.93	160	8
1999/04	9.3	9.59	0.92	160	8
1999/05	9.65	9.27	0.6	160	8
1999/06	9.4	9.67	0.66	160	8
1999/07	9.4	9.22	0.66	160	8
1999/08	9.35	9.56	0.56	160	8
1999/09	9.35	9.4	0.97	160	8
1999/10	9.6	8.82	0.63	160	8

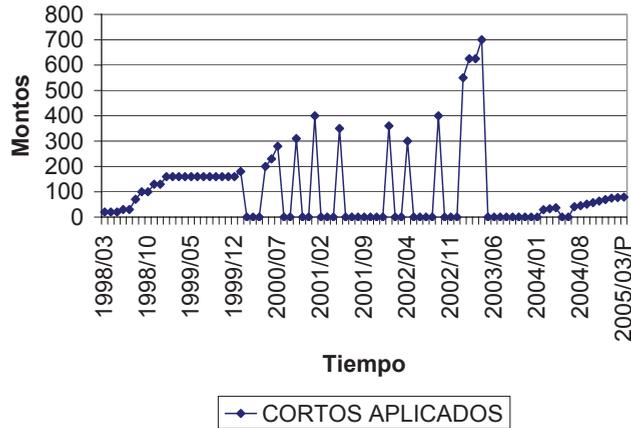
<i>Años</i>	<i>Tipo de cambio promedio</i>	<i>Tasa de interés</i>	<i>Inflación</i>	<i>Cortos aplicados mdp</i>	<i>Cortos aplicados/ 20 mdp</i>
1999/11	9.42	8.34	0.89	160	8
1999/12	9.45	8.04	1	160	8
2000/01	9.65	7.44	1.34	180	9
2000/02	9.35	7.19	0.89	0	0
2000/03	9.3	6.24	0.55	0	0
2000/04	9.4	5.8	0.57	0	0
2000/05	9.5	6.08	3.37	200	10
2000/06	9.83	6.48	0.59	230	11.5
2000/07	9.4	5.93	0.39	280	14
2000/08	9.2	6.27	0.55	0	0
2000/09	9.4	6.29	0.73	0	0
2000/10	9.48	6.56	0.69	310	15.5
2000/11	9.45	7.19	0.86	0	0
2000/12	9.6	7.17	1.08	0	0
2001/01	9.6	7.35	0.55	400	20
2001/02	9.6	7.19	-0.07	0	0
2001/03	9.43	6.62	0.63	0	0
2001/04	9.23	6.34	0.5	0	0
2001/05	9.15	5.02	0.23	350	17.5
2001/06	9.03	3.82	0.24	0	0
2001/07	9.13	3.74	-0.26	0	0
2001/08	9.15	2.98	0.59	0	0
2001/09	9.46	3.33	0.93	0	0
2001/10	9.23	3.29	0.45	0	0
2001/11	9.21	2.59	0.38	0	0
2001/12	9.14	2.34	0.14	0	0
2002/01	9.19	2.34	0.92	360	18
2002/02	9.11	2.78	-0.06	0	0
2002/03	8.98	2.61	0.51	0	0
2002/04	9.36	2.12	0.55	300	15
2002/05	9.68	2.26	0.2	0	0
2002/06	9.97	2.47	0.49	0	0
2002/07	9.78	2.54	0.29	0	0
2002/08	9.95	2.19	0.38	0	0
2002/09	10.23	2.33	0.6	400	20
2002/10	10.17	2.59	0.44	0	0
2002/11	10.15	2.62	0.81	0	0

<i>Años</i>	<i>Tipo de cambio promedio</i>	<i>Tasa de interés</i>	<i>Inflación</i>	<i>Cortos aplicados mdp</i>	<i>Cortos aplicados/ 20 mdp</i>
2002/12	10.41	2.38	0.44	0	0
2003/01	10.92	2.6	0.4	550	27.5
2003/02	11.02	3.19	0.28	625	31.25
2003/03	10.8	3.25	0.63	625	31.25
2003/04	10.3	2.88	0.17	700	35
2003/05	10.35	2.01	-0.32	0	0
2003/06	10.47	1.84	0.08	0	0
2003/07	10.6	1.63	0.14	0	0
2003/08	11.06	1.51	0.3	0	0
2003/09	11.02	1.55	0.3	0	0
2003/10	11.08	1.6	0.37	0	0
2003/11	11.38	1.5	0.83	0	0
2003/12	11.2	1.85	0.43	0	0
2004/01	11.03	1.63	0.62	0	0
2004/02	11.07	1.63	0.6	29	1.45
2004/03	11.16	1.85	0.34	33	1.65
2004/04	11.4	1.74	0.15	37	1.85
2004/05	11.4	1.88	-0.25	0	0
2004/06	11.5	1.88	0.16	0	0
2004/07	11.39	1.96	0.26	41	2.05
2004/08	11.4	2.1	0.62	45	2.25
2004/09	11.41	2.09	0.83	51	2.55
2004/10	11.53	2.18	0.69	57	2.85
2004/11	11.17	2.37	0.85	63	3.15
2004/12	11.2	2.51	0.21	69	3.45
2005/01	11.16	2.4	0	75	3.75
2005/02	11.07	2.48	0.33	77	3.85
2005/03/P	11.15	2.63	0.45	79	3.95

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico e Inegi.

Gráficamente, la evolución del corto puede visualizarse de la siguiente manera:

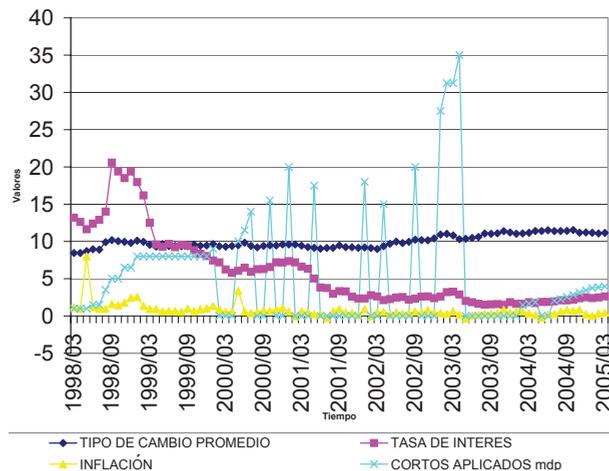
Gráfica 4. Cortos aplicados



El Banco de México mantuvo su postura de corto durante casi dos años, para después sólo aplicarlos de manera paulatina cuando ésta era requerida; después de la medida de corto más alta, se tiene una disminución notoria de esta medida.

La gráfica 5 nos permite observar el comportamiento del corto y compararlo con respecto a otras variables económicas (inflación, tasas de interés y tipo de cambio promedio) cada vez que se aplica esta medida de política monetaria (los cortes aplicados se dividen entre 20 para que la gráfica sea más clara).

Gráfica 5. Efecto del corto



Esta gráfica muestra una baja bastante pronunciada de las tasas de interés y de la inflación después del corto.

Con la aplicación del corto, la tasa de interés se ha regulado en los últimos años. Cuando recién se empezó a aplicar el corto, la tasa de interés registra una tendencia a la baja, pero con medidas de corto muy grandes la tendencia de las tasas de interés se invirtió, se fue al alza; ahora que se ha llegado a una estabilidad, se puede eliminar esta medida y estar un paso adelante del efecto del corto.

Sin embargo, surge una disyuntiva porque, de aplicarse las tasas de referencia manteniendo la misma masa monetaria, ello generaría inflación; entonces, como una medida que permita eliminar este efecto, se tiene que disminuir también la masa monetaria para que se tengan ciertas restricciones hacia adentro en cuanto a lo monetario, es decir, que se tenga un límite de dinero y que este límite se pueda expresar con disminución de la masa monetaria. Para entender esto mejor, se realiza un análisis empírico.

Análisis empírico

Para enfrentar la situación, Banxico realiza un esfuerzo no sólo por mantener la calma en el mercado monetario sino especialmente para mantener los capitales dentro del país. Por ello, las tasas de los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes) se venden en el mercado abierto; la tasa de los Cetes aumentó continuamente en las subastas de 1998 y 1999, para iniciar su descenso posterior; para el 27 de septiembre de 2001 se encontraba a niveles de 9.67%.

Para entender los efectos del corto sobre las principales variables, se realiza una regresión econométrica utilizando el método de mínimos cuadrados generalizados (MCG) logarítmicos (Gujarati, 2003) de las tres variables más importantes que son la inflación, la tasa de interés y el tipo de cambio. Se construyen tres modelos de regresión distintos para ver el efecto individual que tiene cada una de ellas cuando el corto es modificado.

Los modelos que se utilizan son los siguientes:

1. $Cetes_{28} = B_0 + B_1 \text{ corto} + u$ (1)
2. $Inflación = B_0 + B_1 \text{ corto} + u$ (2)
3. $Tipo \text{ de campo} = B_0 + B_1 \text{ corto} + u$ (3)

Datos

Los datos con los que se trabaja son tomados de la base de datos del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI) y de Banxico, los que están presentados en meses, iniciando desde marzo de 1998, porque fue en esa fecha cuando se empezó a aplicar la medida del corto. Los datos están previamente desestacionalizados. Para que el análisis sea más exacto se le aplican logaritmos para tener el efecto en términos porcentuales.

Las variables con las cuales se trabaja son las siguientes:

Tabla 2

<i>Variables</i>	<i>Significado</i>
Cetes28	Certificados de Tesorería de la Federación a 28 días.
Inflación	Inflación estimada mensual, expresada porcentualmente.
Tipo de cambio	Tipo de cambio, bajo la transformación de compra más venta entre 2. Expresado en pesos.
Corto	Todos los cortos aplicados en México han sido expresados en millones de pesos.

Los datos son tomados a partir de marzo de 1998 porque es en esta fecha cuando se aplica por primera vez el corto monetario, con un monto de 20 millones de pesos.

Resultados

Los resultados obtenidos se presentan a continuación en la tabla 3. Cada una es una regresión independiente.

Tabla 3

<i>Variables</i>	<i>Estimación</i>	<i>Sig</i>	<i>Mínimos</i>	<i>Máximo</i>	<i>R</i>	<i>Constante</i>
Cetes28	-0.001668 (0.000364)	.000.	-0.002032	-0.001304	0.201	1.932361
Inflación	-0.001659 (0.000348)	.045.	-0.002007	-0.001311	0.227	-0.016689
Tipo de cambio	5.86E-05 (4.27E-05)	.173.	1.59E-05	1.01E-04	0.022	2.281854

Al interpretar, vemos que la tasa de interés disminuye en 0.16% cada vez que se aumenta en un millón de pesos el corto en promedio; el efecto que tiene la aplicación del corto en las tasas de interés es de disminuirla, entonces quiere decir que establecer tasa de interés de referencia significa que se está adelantando al efecto del corto; de esta manera, si se quiere aplicar un corto de 700 millones de pesos, sólo se tiene que disminuir la tasa de interés en 11.2%.

Por su parte, la inflación disminuye en 0.16% cuando el corto aumenta en un millón de pesos en promedio. Ahora bien, si se sigue el ejemplo anterior, si se aplicara una medida de 700 millones de pesos, entonces se tendría que reflejar en una disminución de la inflación de 11.2%.

El efecto que tiene la aplicación del corto en el tipo de cambio es más difícil de determinar por la constante variación que éste tiene en el mercado tanto nacional como internacional; sin embargo, de acuerdo con el resultado obtenido, se puede decir que el tipo de cambio aumenta en 0.006% por cada vez que aumente el corto en un millón de pesos en promedio. Por lo que, si se realizara un corto de 700 millones, se esperaría que el tipo de cambio subiera 0.04% en promedio del valor actual que se tenga; aunque esto parece poco a los inversionistas, les permite obtener ganancia;

por ejemplo: si una persona compra cien mil dólares y se aplica el corto, cuando esta persona quiera cambiarlos obtendrá 104,000 dólares, es decir, una ganancia de cuatro mil dólares, esto suponiendo que el mercado se mantiene constante.

Con lo anterior se deduce que la política de instituir una tasa de referencia, tiene que ver mucho con el comportamiento del mercado, es decir, que no tenga variaciones abruptas que desestabilicen la economía o generen especulación, y por tanto fuga de capitales.

Es importante mencionar que, para implantar esta medida, tiene que estar en función directa con la inflación, ya que ése es el objetivo principal de toda esta política económica. Si la inflación se mantiene baja, podremos mantener una tasa de interés de referencia mensual igual o un poco mayor, dependiendo de los objetivos inflacionarios que se estén buscando, o disminuir la tasa de interés en el caso de que se tenga inflación alta.

Conclusiones

En México se ha instrumentado el corto monetario como una medida de política económica que coadyuve a la estabilidad macroeconómica del país. Se ha aplicado bajo la óptica ortodoxa y acorde con las políticas neoliberales.

La aplicación del corto ha estado en función directa de la inflación. El corto se ha aumentado cuando los datos reales de inflación han estado por arriba de la meta oficial, o cuando las expectativas de inflación han ido al alza, y viceversa. De esta manera, el monto del corto a aplicar siempre depende del volumen de inflación que se registra o espera.

El último incremento del corto fue de 77 a 79 mdp diarios, nivel que se mantiene a la fecha.

La aplicación de la política monetaria restrictiva ha estado enfocada a reducir las expectativas inflacionarias y hasta ahora se ha logrado el objetivo, ya que en general la economía está atravesando un periodo de menor crecimiento de los precios, en comparación con otros años.

Sin embargo, el corto ha cumplido su función a medias, porque si bien ha permitido controlar la inflación, no ha impulsado el crecimiento y el desarrollo requeridos.

Para aplicar el corto, Banxico valora el comportamiento de dos clases de inflación: la general y la subyacente.³

3. La inflación subyacente se obtiene eliminando, del Índice de Precios al Consumidor (IPC), el impacto de los artículos con mayor volatilidad en precios. Es decir, eliminando la variación de precios de los productos energéticos y de alimentos frescos no elaborados. La inflación subyacente se considera el núcleo estructural de la inflación y marca la tendencia de la misma a mediano plazo. Esta inflación concentra los precios menos volátiles de la economía, y se toma como referente de las expectativas de mediano plazo de la inflación.

Para Banxico es complicado conseguir la meta de inflación de 3% para el año 2005. El objetivo es demasiado agresivo para un país que no tiene la competitividad como para llevar la inflación a esos niveles. En términos anuales, la inflación general se ubica en 4.47%, y la subyacente en 3.44%, hasta agosto de 2005.

El principal obstáculo de la economía mexicana está relacionado con su estructura interna. En México no existen políticas que acompañen los efectos adversos del corto. En cambio, en Estados Unidos, sí; en ese país se aplican políticas deliberadas para fomentar el consumo por medio de los seguros de desempleo, de la política crediticia y del manejo fiscal. Este tipo de políticas acompañan a las políticas restrictivas para evitar que caiga el consumo, y por tanto, para evitar contracciones en la económica.

En México, todos los rezagos estructurales se van hacia los precios y ello hace difícil mantener una inflación baja. En nuestra economía continuamente hay fricciones externas en los precios de los energéticos y de las materias primas, lo que significa presiones recurrentes en la inflación.

En la economía mexicana los factores estructurales han generado presiones en el índice general de precios, a pesar de la intervención de la autoridad monetaria mediante el corto. Los precios de algunos alimentos, junto con las tarifas de los servicios públicos, aumentan regularmente. Tal es el caso de los precios de algunas frutas, legumbres y tarifas eléctricas.

La deflación registrada en mayo del año en curso se presentó como un fenómeno estacional pues, en términos acumulados, las actividades con mayor demanda arrojaron una inflación más alta de la esperada.

Las expectativas de inflación para este año han descendido, pero las de mediano y largo plazos se mantienen por arriba de la meta establecida por Banxico. Asimismo, la perspectiva de inflación de 2006 está por encima de la de 2005.

Existen al menos dos hipótesis que permiten explicar este fenómeno.

La primera está relacionada con la falta de credibilidad que podría tener Banxico entre los especialistas de economía, respecto a su capacidad de mantener el compromiso de inflación con una tendencia de mediano plazo hacia el 3%.

La mayoría de los economistas del sector privado no confían en que Banxico pueda sostener su banda objetivo de 3% en el mediano y largo plazos. En las últimas encuestas colocan a la inflación en 3.76%, es decir, por arriba del objetivo.

La segunda, nos dice que la reducción en la inflación de 2005 ha sido apoyada por fenómenos económicos que es posible no continúen en el futuro lejano. La baja de inflación presentada este año ha sido producto de dos procesos, el primero estructural, y el segundo coyuntural.

Respecto al primero, debe destacarse una baja de inflación subyacente anual, lo que ha implicado una mejora relativa en el proceso de inflación en México.

Con respecto a la parte coyuntural, habría que comentar que durante el primer semestre del año se presentó una deflación acumulada de 1.05% en el rubro de productos agropecuarios, y de 2.20% en el de precios administrados y concertados.

Pero en general, los precios se han incrementado. La inflación general en julio fue de 0.39% y la acumulada de 4.47%. Asimismo, la inflación general esperada para septiembre de 2005 es de 3.90%.

De continuar los incrementos de los precios, debe seguir latente la posibilidad de nuevos aumentos del corto, con el fin de contrarrestar el aumento de la inflación.

La aplicación del corto monetario ha dejado de tener los efectos de hace unos años para controlar los precios, cuando éstos reportaban tasas de 10 a 15%; ahora sus efectos son más reducidos. Sin embargo, el corto se mantiene como el instrumento de política monetaria más adecuado para el control de la inflación. Por ello, Banxico debe seguir utilizando el corto como una medida de restricción de política monetaria mientras su eficacia no se agote totalmente, es decir, mientras siga cumpliendo con la función de contrarrestar el aumento de la inflación.

Desde mi punto de vista, existe la posibilidad de que el corto se siga aplicando, en virtud de que las expectativas inflacionarias para 2006 son mayores que las de 2005, y las revisiones salariales para 2006 se han registrado por arriba de la meta de Banxico, de 3%. De hecho, el incremento al salario mínimo en 2005 fue de 4.05% para la zona centro.

Derivado del logro general en las expectativas de inflación, se ha hablado mucho de la sustitución del corto monetario por el establecimiento de un sistema de tasas de interés de referencia.

Sin embargo, los mercados financieros ya viven la transición del corto al esquema de tasa de referencia, desde el momento en que Banxico ha puesto un piso a las tasas de interés (costo del dinero) en las subastas de crédito diarias. Desde el año pasado el banco central utiliza la tasa de fondeo como piso. Por ejemplo, el primer viernes de agosto lo hizo en una de tres subastas, con una tasa fija de 9.75%.

La tasa de referencia aplicada se interpreta como una advertencia de que Banxico no permitirá que los réditos bajen del nivel que ha fijado. El hecho de fijar un piso a las tasas se debe a que el banco central no quiere que bajen de determinado nivel.

Al fijar un piso a las subastas diarias de crédito, Banxico está tratando de transitar hacia un sistema de tasas de referencia en una forma gradual. Fijar un piso es una forma de establecer un nivel determinado de tasas.

En realidad, Banxico mantiene un esquema “híbrido” en el que fija las tasas de interés por medio de cambios en el monto y en la dirección del corto, de los comunicados que emita y de los pisos eventuales que establezca en las subastas diarias de crédito.

Además, el banco central cuenta con mecanismos de control monetarios más direccionales, aunque no por ello menos eficaces, como son la venta de Bonos de Regulación Monetaria (BREMS) y el retiro de liquidez vía depósitos obligatorios, lo que le permite una intervención directa en el mercado de dinero para retirar parte del circulante.

Algunos intermediarios financieros han solicitado a Banxico adoptar formalmente un sistema de tasa de referencia como instrumento de política monetaria, en sustitución del corto, y así transitar a un esquema de tasas como el de Estados Unidos.

Desde mi punto de vista, la aplicación de una tasa de referencia formal todavía no es necesaria en México, pues con el corto los resultados obtenidos han sido convenientes y se ha logrado tener cierto control inflacionario.

El corto tiene la ventaja de que le proporciona más flexibilidad a Banxico para el manejo de su política monetaria, pero tiene la desventaja de que la incertidumbre es muy grande para las tesorerías de los bancos, que son los que establecen el costo del dinero, pues no saben si el banco central quiere subir o bajar las tasas. Con el esquema del corto se deben interpretar las señales de Banxico.

En cambio, la principal virtud de una tasa de referencia estriba en que su mensaje es inequívoco debido a que emite un mensaje claro sobre el nivel de réditos que desea el banco central.

Sería conveniente establecer el sistema de tasas de referencia formal (como otra forma de operación monetaria), cuando el proceso del corto se haya agotado, situación que todavía no sucede pero que está en vías de registrarse.

De hecho, la decisión de Banxico puede considerarse como un paso más en el proceso que vive la política monetaria hacia un esquema de tasas como el de Estados Unidos, lo cual podría adoptarse de manera formal en 2006.

La aplicación de un sistema formal de tasas de referencia permitiría a los inversionistas realizar planeación financiera con mayor certidumbre; sin embargo, lo único contraproducente es que con el cambio se pueden provocar continuas burbujas financieras y que ello genere volatilidad, pero esto dependería del mercado mismo.

De febrero a agosto de 2005 Banxico mantuvo ligada su política monetaria a la de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos. El banco central movió sus tasas en el mismo sentido que lo hizo la Fed y mantuvo así el vínculo entre las tasas internas y las externas.

En este periodo la economía mexicana llegó a un máximo en las tasas de interés, mismo que fluctuó entre 9.75 y 10%. Al día de hoy, 12 de agosto, la tasa de Cetes a 28 días es de 9.61%, la de 91 días de 9.75% y la de 175 días de 9.69%. Asimismo, se estima que 2005 concluirá con una tasa promedio de 9%.

La política monetaria restrictiva ha propiciado un nivel tan alto en las tasas de interés en México, que ha atraído flujos positivos de capital de corto plazo.

En su afán de contener la inflación, en este periodo Banxico aumentó más que proporcionalmente las tasas internas respecto a las tasas de interés estadounidenses. Así, cuando la Fed decidía aumentar sus tasas en 0.25 puntos porcentuales, Banxico lo hacía, en un principio, en 0.45 ó 0.40 puntos porcentuales, y en los últimos meses en 0.35 ó 0.30 puntos. A la fecha, la Fed ha aplicado su décimo incremento consecutivo; el último aumento fue de 0.25 puntos en agosto, con lo que llegó a 3.50%, y se estima que para fin de año llegará a 4%.

El nivel de las tasas permitió momentáneamente frenar presiones inflacionarias y sostener el atractivo de la inversión en México, con lo que fluyó capital hacia nuestro país. Como consecuencia, la inversión extranjera en valores gubernamentales mostró un flujo positivo, lo que ha apoyado la fortaleza del peso frente al dólar. A la fecha, el tipo de cambio se encuentra en 10.40 a la venta y 10.75 a la compra.

Los fuertes diferenciales de tasas de interés han sido el principal atractivo para los inversionistas extranjeros. Esta situación hizo que la venta de dólares para comprar bonos mexicanos revaluara las cotizaciones del peso. A su vez, ello se ha reflejado en la fortaleza del tipo de cambio del peso, pero ha afectado las exportaciones.

En este periodo Banxico logró mantener un cierto margen a favor de las tasas internas respecto a las tasas de Estados Unidos, con lo cual evitó la posibilidad de fuga de divisas, y favoreció el ingreso de éstas. El diferencial entre las tasas de EU y las de México generó flujos de inversión al mercado de bonos, lo que hasta ahora ha sido un factor de apoyo a la fortaleza del peso. En los últimos 14 meses la inversión externa en papel mexicano aumentó en 250% al pasar de 2,889 a 10,108 millones de dólares (mdd). Asimismo, en lo que va del año la apreciación cambiaria del peso con respecto al dólar ha sido de 5%.

Pero, independientemente de lo anterior, se debe cuidar que las tasas de interés reales sean soportables, que el diferencial acumulado con las tasas externas no sea negativo, para que ello redunde en un buen desempeño de la economía nacional.

Sí en el corto plazo el rendimiento que se paga en México sigue elevado, el tipo de cambio se mantendrá algún tiempo más en niveles aceptables.

Con el apoyo de los fundamentos macroeconómicos y con la ausencia de problemas en la balanza de pagos, el tipo de cambio no enfrentará mayores problemas. Con base en ello, se prevé que el año 2005 cerrará aproximadamente en 11.80 pesos por dólar.

Sin embargo, sí las tasas en México siguen altas se frenarían aún más la actividad productiva y la competitividad del país.

Si las tasas de interés se mantienen altas, ello afectaría al consumo y a la inversión, pero no al mismo tiempo. Éste es uno de los costos de tener tasas altas mucho tiempo; si éstas se mantuvieran elevadas por un tiempo más, veríamos un efecto más evidente sobre el consumo —sobre todo— y sobre la inversión, que son los dos principales componentes de la demanda agregada.

La política monetaria y la lucha contra la inflación se hacen menos eficientes y más costosas con tasas de interés elevadas y con menor producción y empleos.

A este respecto, cabe preguntarse: ¿por qué sostener altas las tasas de interés si a todas luces existe un “éxito” antiinflacionario? Hay múltiples respuestas a esta interrogante.

Una consiste en que el banco central trata de prevenir cualquier choque que pueda producirse en el futuro, lo cual, en el extremo, lleva a pensar que nunca podrían bajar las tasas de interés debido a que siempre se van a presentar choques inesperados.

Por otro lado, da la impresión de que premeditadamente se busca reducir el ritmo de crecimiento de la economía en medio del sostenimiento de altas tasas de interés.

Se supone que un aumento de las tasas de interés, producto de la aplicación de una política monetaria restrictiva, debería generar una disminución en el gasto privado por el encarecimiento del crédito.

Sin embargo, esto no ha sucedido en México como consecuencia de varios factores, entre los cuales puede mencionarse la ausencia relativa del crédito, la relativa aversión del gasto por medio del crédito que generó la crisis de 1994 y 1995.

Pero, de persistir la restricción monetaria, tarde o temprano tendrán que presentarse estos efectos contraccionistas sobre la demanda interna que, aunados a la caída de la demanda externa que provoca la apreciación del tipo de cambio, provocarán un mayor impacto negativo sobre el crecimiento de la economía.

Además, con la desaceleración que se está registrando en las economías de México y de EU, mayores tasas de interés terminarían por asfixiar a la actividad productiva; por ello se requiere empezar a bajar las tasas de interés.

En estos momentos están dadas las condiciones para empezar a bajar las tasas de interés en México y desligar las tasas internas de las externas.

Al desaparecer el vínculo entre el comportamiento de las tasas en México y las de EU, el nivel de los réditos podrá ser más consistente con los fundamentos económicos de nuestro país.

La disminución de tasas y el desligar la política monetaria de México con la de la Fed, depende de las condiciones económicas, incluida por supuesto la inflación. Por ello, como resultado de la nueva realidad económica de México, la política monetaria entre México y EU se disoció.

En cuanto a la situación económica, debe tomarse en cuenta que nuestra economía no está ligada a la política económica de nuestro país sino a la de EU. La nuestra debería ser autónoma para dirigirnos con independencia de aquel país, pero es un hecho que el 80% de nuestro comercio exterior se efectúa con la Unión Americana, y por ello estamos influidos por lo que sucede allá. La dependencia de la economía mexicana de la estadounidense se refleja en los ciclos económicos de ambos países, por lo que es difícil para nuestro país desligarse de la política monetaria de Estados Unidos.

Actualmente EU pasa por dos elementos muy importantes de riesgo. Uno es la desaceleración de su crecimiento, situación que está transmitiendo a la economía mexicana al estar bajando también su crecimiento. La otra es el abultado déficit fiscal y en cuenta corriente que tiene ese país, situación que nadie sabe precisamente con qué presión, cuándo y cómo se corregirá, pero sí sabemos que nos afectará.

Por ello, es importante saber en qué momento desligar la política monetaria mexicana de la de EU pues, por un lado, se necesita ser consistente con lo que está sucediendo en ese país y, por otro, necesitamos hacerlo en el momento que más nos beneficie o menos daño nos ocasione, esto es, el fin debe ser evitar el mayor impacto negativo para México.

Por otra parte, las estimaciones de la inflación marcan la pauta para que las tasas se muevan, y el sentido en que lo hagan puede provocar el desligamiento entre las tasas de México y las de la Fed.

La cifra de inflación marca, en primera instancia, las tendencias que siguen las tasas de interés. Si la inflación se mantiene vigente, será difícil observar un descenso exagerado en las tasas, incluidas las de corto, mediano y largo plazos.

Si se logra bajar la inflación a las metas establecidas, automáticamente se estará eliminando una fuerte presión sobre las tasas de interés. Si la inflación no desciende, no hay condiciones para que las tasas lo hagan también. En la medida en que se logre la meta de inflación prevista, ello tendrá un impacto sobre la acción de la política monetaria del futuro. Asimismo, el fin del ciclo restrictivo depende principalmente del comportamiento de la inflación.

Que la política monetaria de Banxico se desvincule de la Fed, estriba en que las expectativas de inflación en México bajen y se acerquen más a la meta del banco central, sobre todo en la proyección de la subyacente.

De esta manera, Banxico estará en condiciones de dar fin a la política monetaria restrictiva sólo cuando logre su meta de inflación del 3%. Si la inflación se ubica por debajo de 4.0% en 2005, la restricción en la política monetaria será menos necesaria. De lograr en este año una inflación general menor a 4%, y una subyacente de 3.5%, “la necesidad de continuar con una política restrictiva será menor”. En síntesis, en la medida en que se vaya convergiendo a una inflación de 3%, la restricción monetaria sería menos necesaria.

En este sentido, la deflación observada en la primera quincena de mayo de 2005, junto con las estimaciones de inflación del banco central para 2006, fortaleció las expectativas de que Banxico se desligue de la política monetaria de la Fed, y aumentó la probabilidad de mantener el corto, el cual se encuentra en 79 mdp diarios.

En congruencia con lo anterior, en agosto de 2005 Banxico desvinculó el comportamiento de las tasas de interés de México respecto a los fondos federales de Estados Unidos, lo que significa que desde este momento las tasas de México no aumentarán en simetría con las de EU; en otras palabras, las tasas en EU seguirán subiendo, mientras que en nuestro país no tanto, con nosotros se dará una tendencia a la baja, los réditos de corto plazo son los que principalmente mostraran un periodo de ajuste a la baja. Esta situación se comprobó el 9 de agosto de presente año, cuando la Fed elevó sus tasas en un cuarto de punto y las de México empezaron a bajar. Lo anterior, si no se hace con orden, generará la salida de montos considerables de capitales, sobre todo del mercado de dinero y, derivado de ello, el tipo de cambio sufrirá variaciones.

El rompimiento del vínculo de la política monetaria de México y la de la Fed oficializó el fin de ciclo alcista de las tasas de interés en nuestro país, mismo que inició en febrero de 2004.

Derivado de lo anterior, se puede decir que el máximo de las tasas de interés en México se situó en alrededor de 10%, lo que podría constituirse como el punto máximo del ciclo alcista, tras la restricción monetaria ejercida por Banxico a partir de mayo de 2004.

La baja en los réditos nacionales generará una reducción del diferencial con las tasas de interés externas.

Sin embargo, la disminución no implica que las tasas de interés vayan a bajar de manera automática y en una proporción alta; por el contrario, Banxico tendrá que reducir las tasas paulatinamente con el fin de evitar, en la medida de lo posible, los

episodios de volatilidad y de salidas graduales de capitales. De hecho, de encontrarse la tasa actualmente en 9.75%, se estima que a fin de año se sitúe en 9%.

El descenso de los réditos no debe ser de gran magnitud, porque ello disminuiría la entrada de divisas al país.

El primer factor que debe considerarse para ver si las tasas de corto plazo están cerca de sus máximos, es la reducción en la inflación, tanto de la observada como de la esperada para el corto plazo.

Por ello, aún se ve lejana la posibilidad de que los réditos inicien una baja acelerada durante este año y el próximo, debido a que el nivel de la inflación en México presenta elementos todavía incompatibles con el objetivo de 3% anual de Banxico. Asimismo, las expectativas inflacionarias de mediano y de largo plazos están distantes del objetivo establecido por el banco central.

Por otra parte, una inflación a la baja e incrementos adicionales a las tasas de interés, en México se reflejaría en tasas de interés reales muy elevadas, lo que lesionaría la actividad económica del país. Alzas mayores de las tasas de interés terminarían por repercutir en un encarecimiento del crédito, lo que sería incompatible con la intención de promover el crecimiento de la economía, y ello a su vez podría redundar en un retorno a la depreciación paulatina del peso frente al dólar.

De momento, los elevados rendimientos reales registrados no afectarán las decisiones de consumo e inversión, pues México no cuenta con una economía apalancada, como sería el caso de Estados Unidos. Ni tampoco las empresas están financiándose con créditos, sino más bien lo hacen con proveedores, por lo que el efecto que tendría el aumento en las tasas no sería relevante sobre el crecimiento económico del país en el corto plazo. Pero los incrementos en las tasas reales de interés, tarde o temprano, en el mediano y largo plazos tendrán que afectar el desempeño del consumo y de la inversión privados.

Sin embargo, es obvio que se requieren tasas de interés bajas para estimular la actividad económica. Pero, para controlar una baja en las tasas y evitar una distorsión en el mercado, Banxico tendrá que aplicar un esquema similar al que permitió subir los réditos de forma ordenada. Es decir, tendrá que descender el corto y esperar a que el mercado asigne una equivalencia de determinados puntos base en el fondeo por cada millón de pesos de disminución en el corto, y seguir adoptando el sistema de tasa de referencia. De esta forma, la baja en tasas sería gradual y causaría los menores efectos posibles a la economía.

Con la política monetaria aplicada por Banxico la batalla no se ha ganado. La política monetaria aplicada por el banco central para controlar la inflación mantiene a la economía mexicana en la disyuntiva estructural de crecer con precios elevados, o moderar el crecimiento del producto interno bruto (PIB) con una inflación también regularmente baja.

No hay evidencia que indique que la economía mexicana podría lograr el dinamismo que se necesita para crecer a una tasa superior a 4%.

De hecho, con un avance del PIB débil, de sólo 2.4% en el primer trimestre de 2005, comenzaron a revisarse a la baja las proyecciones de crecimiento para este año.

J. P. Morgan recortó su pronóstico de expansión económica de México, de 4 a 3.2%; Merrill Lynch de 3.5 a 3.4%. Credit Suisse First Boston de 4.4 a 3.7%, y Bear Stearns de 4 a 3.4%.

El resultado final de la aplicación del corto no es acorde con los objetivos deseables mínimos para una economía con problemas de crecimiento. De qué sirve controlar la inflación si tenemos crecimientos disminuidos. Si año con año se polariza más el ingreso y la dependencia se acentúa. Recordemos que México necesita crecer a una tasa que esté por arriba de su crecimiento poblacional en forma permanente. Para mejorar el nivel de vida de los mexicanos y disminuir verdaderamente la pobreza, México necesita crecer a una tasa anual de 7% por 20 años consecutivos.

Hasta ahora, la política monetaria restrictiva ha servido para controlar la inflación por el lado de la oferta, cuidando que no se active la demanda. Existen dudas de que en un contexto de fuerte actividad interna, Banxico pueda controlar las presiones generadas por el lado de la demanda y, por tanto, que ello dificulte aún más el cumplimiento del objetivo. Da la impresión de que el gobierno de México no sabe cómo activar el crecimiento sin inflación, y que no cuenta con un modelo que le permita controlar la inflación que se genere por el lado de la demanda, especialmente en un escenario creciente de la demanda interna (demanda agregada).

Con la aplicación de la política recesiva basada en la teoría neoclásica, la inflación se ha abatido, pero a un alto costo: el del crecimiento económico. Por ello, debemos comenzar con el análisis real de la economía mexicana y proponer en consecuencia las medidas de política económica y monetaria acordes con nuestra realidad.

En México existen fallas prácticas muy elementales; el mercado está incompleto y funciona mal. Quienes han teorizado el modelo neoclásico de la política restrictiva para frenar la inflación, no lo han hecho pensando en un país en donde se encuentran muchos otros haciéndose de sus recursos y filtrando los beneficios a terceros. El sistema financiero funciona de manera distinta que la teoría, las líneas de dependencia no se encuentran consideradas y el país sigue sin crecer. Es obvio que necesitamos una discusión a nivel teórica acerca de las opciones que pueda aplicar Banxico para abatir la inflación e iniciar un crecimiento elevado y sostenido.

La estabilidad macroeconómica y la restricción monetaria han sido insuficientes para mantener a la economía mexicana en un nivel de crecimiento sostenido y de baja inflación, fenómeno que le ha impedido transitar hacia el grupo de países con mejoras productivas y avances en su desarrollo.

La teoría económica prevaleciente no es totalmente adecuada para la realidad de la economía mexicana. El fundamentalismo seguido por los economistas decisores para aplicar los preceptos neoclásicos no ha funcionado bien. Si la teoría se encuentra desfasada y no cuenta con los elementos básicos y axiomas elementales de la teorización del problema, los resultados tenderán a ser adversos.

La inconsistencia de las políticas macroeconómica y monetaria ha sido la causa de las crisis económicas recurrentes en México y, por tanto, del deficiente nivel de vida de los mexicanos. Para revertir esta situación es necesaria una política monetaria consistente en su equilibrio.

Ante las evidencias, es necesario reconfigurar la política monetaria. Los datos empíricos demuestran que la estabilidad macroeconómica con una inflación moderada, no sirve porque los beneficios no se trasladan a la microeconomía.

La política monetaria debe ser congruente con las necesidades del país. Toda política que vaya en detrimento de este lineamiento y en perjuicio del crecimiento y desarrollo necesarios, debe ser objeto de discusión y de corrección.

Tanto México como ALC tienen que diseñar e implantar nuevas políticas económicas y monetarias para detonar el crecimiento económico, distribuir de una mejor manera la riqueza e incrementar la calidad y el nivel de vida de sus habitantes. Las nuevas medidas deben tomar en cuenta las realidades económicas específicas y las peculiaridades propias de cada nación.

El desarrollo de la economía nacional requiere de un marco macroeconómico estable: baja inflación, tasas de interés reducidas, tipo de cambio estable, crecimiento del empleo y remuneraciones salariales reales.

El objetivo elemental es la estabilidad macroeconómica, porque ésta es la base del desarrollo económico. Con estabilidad económica, los agentes económicos (gobierno, empresas y familias) pueden planear en un horizonte de mediano y largo plazos, se fomenta el ahorro y la inversión, y se elimina el costo económico que significa una elevada incertidumbre sobre el futuro. Una vez lograda la estabilidad macroeconómica, el objetivo fundamental es trasladar los beneficios de la macroeconomía a la microeconomía, situación que en México aún sigue pendiente.

Referencias bibliográficas

- Ampudia Márquez, Nora Claudia (2004) *Análisis crítico de la política monetaria en México*, trabajo presentado dentro del marco del III Seminario de Avances de Investigación, 23 de junio. México: UNAM.
- Banco de México (2001) *Resumen del informe anual*. México: Banco de México.
- Banco de México (2005) *Exposición sobre la política monetaria*, lapso 1 al 31 de enero de 2005, pp. 53 y 54. México: Banco de México.
- Biblioteca de Consulta Microsoft Encarta Corporation (2005).
- Calva, José Luis, Luis Alberto de la Garza, y Enrique Nieto (1995) *Problemas macroeconómicos de México*, 1ª ed. México: Juan Pablos Editores.
- Cárdenas, Enrique (1995) *La política económica en México, 1950-1994*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Constitución Política de los Estados Unidos de América* (2004), Estados Unidos.
- Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos* (2004), México.
- El Financiero* (2005), periódico de circulación nacional, edición diaria de enero a agosto, artículos relacionados con el corto monetario.
- Erias Rey, Antonio, José Manuel Sánchez Santos (1998) *Política monetaria y política fiscal*, 1ª ed. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Díaz-Bautista, Alejandro, Diego Prieto Seyffert, y Luis Treviño Garza (2005) *La política monetaria y el corto en México*. México: Banco de México.

- Guerrero Herrera, Juan Fernando (2000) “La política macroeconómica actual y sus efectos en el mediano y largo plazo”, *Expresión Económica*. México: UdeG-CUCEA/CISE, pp. 30 y 31.
- Gujarati, Damodar N. (2003) *Basic Econometrics*, 2ª ed., McGraw-Hill. Segunda Edición.
- Harris, Lawrence (1985) *Teoría monetaria*, 1ª ed. México: Fondo de Cultura Económica.
- Herschel J., Federico (2004) *Política económica*, 10ª ed. México: Siglo XXI Editores.
- Kahn, Jaques (1981) *Para comprender las crisis monetarias*. México: La Red de Jonás.
- Mantecon Gutiérrez, José (1998) *Política económica de Estado, transición democrática y reforma de las instituciones*, ponencia. México: IMEF, p. 51.
- Márquez, David (2005) “El reporte económico”, *La Jornada*, publicación semanal, 1 de marzo, México.
- Martínez Leclaince, Roberto (1996) *Curso de teoría monetaria y política financiera*, 1ª ed. México: UNAM.
- Newlyn, Walter Tessler (1964) *Teoría monetaria*, 1ª ed. México: Fondo de Cultura Económica.
- Ossa Scaglia, Fernando (1999) *Economía monetaria internacional*, 3ª ed. Chile: Alfaomega.
- Petercen Willis, I. (1998) *Principios de economía macro*. México: CECSA, pp. 11 y 12.
- Rivera de la Rosa, José de Jesús (2003) “Deuda y estrategia económica”, *Economía Informa*. México: UNAM-Facultad de Economía.
- Sánchez Daza, Alfredo (1997) *Lecturas de política monetaria y financiera*. México: Amacalli.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2001) *Conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México*, documento de análisis, marzo, México.
- Stiglitz, Joseph (2001) *El malestar de la globalización*. México: Taurus.
- (2003) *Los felices 90: la semilla de la destrucción*. México: Taurus.
- Tello Macías, Carlos (1995) *La nacionalización de la banca en México*, 5ª ed. México: Siglo XXI Editores.
- Vera Ferrer, Óscar (1998) *Política macroeconómica*, Deutsche Morgan Gren Fiell, ponencia. México: IMEF.
- Werner, Alejandro, Lorenza Martínez y Óscar Sánchez (2001) *Documentos del Banco de México*. México: Banco de México.

Páginas Web consultadas

El reporte económico: www.vectoreconomico.com.mx.

La reserva federal: www.federalreserve.gov.