

CEFP/007/2001

**COMENTARIOS GENERALES AL PROGRAMA MONETARIO DEL
BANCO DE MÉXICO PARA EL 2001**

Introducción.

Durante el año 2000, el desempeño de la economía mexicana resultó mucho mejor de lo previsto a finales de 1999. El Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento real del 6.9 por ciento, nivel que superó significativamente a la meta establecida originalmente del 4.5 por ciento, y la inflación anual disminuyó del 12.32 por ciento en diciembre de 1999, a 8.96 por ciento en diciembre del 2000, cifra inferior a la meta de crecimiento de los precios de no exceder un 10 por ciento.

La expansión de la actividad económica se acompañó de aumentos tanto del empleo formal, como de los salarios reales de los trabajadores. En efecto, en el 2000 los asegurados permanentes en el Seguro Social aumentaron 644 mil personas y se estima que el salario real de la industria manufacturera creció 6.7 por ciento.

Adicionalmente, la posición de pagos del país frente al exterior se fortaleció debido al aumento de las exportaciones y la entrada de ahorro externo.

En el ámbito de las finanzas públicas, se logró el mayor crecimiento de los ingresos presupuestarios en dos décadas, lo que permitió destinar excedentes de recursos para ampliar el gasto programable; saldar obligaciones y constituir algunos fondos de contingencia; por el lado del gasto, el sector público ejerció una cifra superior a la presupuestada, sin aumentar notablemente el déficit económico autorizado por el H. Congreso de la Unión.

Tres fueron las causas fundamentales que propiciaron este buen desempeño de la economía mexicana en el año. El aumento del volumen de exportaciones no petroleras debido al crecimiento de la demanda norteamericana por encima de lo previsto; el aumento de los precios internacionales del crudo; la amplia disponibilidad de ahorro externo, y la reducción de las tasas internacionales de interés.

Precisamente, la mayor demanda del exterior de productos se tradujo en mayor empleo y mayor demanda interna, todo ello fue posible manteniendo un tipo de cambio por debajo de lo propuesto, lo que permitió alcanzar con facilidad las metas de crecimiento e inflación.

Desde nuestra perspectiva, si bien la meta de inflación se cumplió ampliamente, ello se asoció fundamentalmente a factores externos benéficos que permitieron mantener un tipo de cambio apreciado. En efecto, la meta de inflación de un máximo de 10 por ciento para el año 2000, suponía un tipo de cambio promedio para el año de 10.50 pesos por dólar, cuando en la realidad se situó en 9.50 pesos por dólar. En otras palabras, en tanto que el objetivo de reducir la inflación fue superado por la vía de una mayor sobrevaluación del tipo de cambio, con ella se hará más difícil el logro de las metas de crecimiento de los

precios, no sólo para el 2001, sino para los años subsecuentes, situación que es responsabilidad de la propia estrategia del Banco de México.

Para el año 2001, el ambiente internacional no será tan favorable como lo fue en los años recientes. Contrariamente a lo ocurrido en el 2000, la economía norteamericana reducirá sensiblemente su ritmo de crecimiento y los precios internacionales del petróleo seguramente disminuirán con relación al año pasado, lo que sin duda ubicará la tasa de crecimiento de la economía mexicana por debajo de los niveles reportados recientemente.

Programa Monetario del Banco de México para 2001.

El Programa Monetario del Instituto Central, señala que en la definición de sus objetivos y metas, la Junta de Gobierno partió de la siguiente consideración: para abatir el crecimiento de los precios de manera permanente, fue preferible hacerlo de manera gradual con el fin de reducir los costos sociales que conlleva el proceso de estabilización.

A partir de ese planteamiento, la Junta de Gobierno del Banco de México se propuso, como objetivo de mediano plazo, alcanzar una tasa de incremento anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) del 3 por ciento para diciembre de 2003 y se fijó una meta de inflación anual para el 2001 de no exceder el 6.5 por ciento.

Según el Programa, “En una situación como la que actualmente vive México, en la que las expectativas de inflación superan a las metas, un elemento esencial para alcanzar el objetivo de inflación es la aplicación de una política monetaria restrictiva”, con el fin de inducir una corrección de las expectativas de los agentes económicos.

El Programa Monetario para 2001 sustenta su estrategia a partir de una interpretación acerca de la forma mediante la cual las acciones de la política monetaria afectan la evolución de los precios.

Para el Banco de México, “La restricción monetaria, a través de la ampliación del *Corto*, propicia un aumento en las tasas de interés nominales de corto plazo y una mejoría en las expectativas de inflación. A consecuencia de estos efectos, las tasas de interés reales aumentan”.

“La efectividad del *corto* para modificar las tasas de interés ha sido comprobada por varios estudios. El incremento en las tasas de interés reales y la mejoría de las expectativas de inflación que induce una ampliación del *corto*; influyen sobre la evolución de los precios, si bien con rezagos considerables, a través de varios canales”.

1. El efecto del incremento en las tasas reales de interés sobre las decisiones de ahorro e inversión de las personas y empresas, reduce el ritmo de expansión de la

demanda agregada. A su vez, esta última influencia debilita las presiones al alza sobre los salarios y sobre los precios de los bienes no comerciables.

2. El aumento de las tasas de interés, además de reducir la demanda de crédito, puede también limitar la oferta del mismo. Esto último, si los bancos consideran que las mayores tasas de interés pueden implicar el apoyo a proyectos de inversión de alto riesgo. De esta manera, el aumento de las tasas de interés, aunado a la incertidumbre de la banca respecto a la calidad de los proyectos de inversión, puede propiciar una menor disponibilidad de crédito en la economía, lo que afectaría a la inversión y, por consiguiente, a la demanda agregada y a los precios.
3. Los incrementos de las tasas de interés hacen más atractiva la inversión en bonos y disminuyen la demanda de acciones, por lo que el valor de mercado de estas últimas disminuye. Ante la reducción del valor de las empresas, éstas enfrentan un deterioro de las condiciones en las cuales obtienen financiamiento, encareciéndose la realización de nuevos proyectos de inversión. Lo anterior afecta a la demanda agregada y eventualmente a los precios. Con respecto a los consumidores, el aumento de las tasas de interés y la consecuente reducción de los precios de las acciones, disminuyen el valor de sus activos y, en consecuencia, perciben que su riqueza es menor. Estos fenómenos producen una contracción del consumo y de la demanda agregada.
4. Las tasas de interés más elevadas inducen una apreciación (o menor depreciación) del tipo de cambio, lo cual afecta directamente el comportamiento de los precios de los bienes comerciables y las expectativas de inflación. Asimismo, los movimientos del tipo de cambio real afectan el crecimiento de la demanda agregada al incidir sobre el precio relativo de los bienes comerciables y los no comerciables. Sin embargo, ni la teoría ni la evidencia son concluyentes respecto de sus consecuencias expansionistas o contraccionistas.

Cabe aclarar que, si bien, uno de los probables efectos de una política monetaria más restrictiva es que generaría una tendencia hacia una apreciación (o menor depreciación) del tipo de cambio, lo cierto es que dicha política no es utilizada por el Banco de México con tal propósito. De hecho, fundamentalmente se busca afectar la tendencia de la inflación de mediano plazo a través de las distintas vertientes de influencia.

Finalmente, la corrección de las expectativas de inflación que se da en respuesta a un aumento del *corto* se verá reflejada a la postre en la revisión de los salarios, en la formación de los precios en la economía y en la cotización del tipo de cambio.

La descripción anterior deja en claro la complejidad de los canales de transmisión de la política monetaria y la incertidumbre sobre la importancia relativa de cada uno de ellos.

Comentarios generales

Nuestros comentarios al Programa Monetario para 2001 giran en varios sentidos. En primer lugar, cuestionan su eficiencia para combatir la inflación; en segundo lugar, se analizan y evalúan los costos sociales de tal política; en tercer lugar se revisan sus efectos a largo plazo y, por último, se realiza una reflexión acerca de posibles alternativas mejores.

Cuando el Informe se refiere a la efectividad de la política monetaria adoptada, en lugar de medirla de manera directa vinculando los *cortos* con la reducción de la inflación, lo que hace es relacionar la puesta en práctica de los *cortos* con los aumentos en las tasas de interés. Todo indica que, efectivamente, los *cortos* han sido eficientes para lograr aumentos en las tasas reales de interés, ello sin embargo, no significa que hayan sido eficientes para reducir la inflación que es finalmente el objetivo.

En efecto, la restricción monetaria a través del *corto*, ha mostrado su eficiencia para aumentar las tasas nominales y reales de interés, pero un aumento en las tasas de interés no necesariamente reduce la inflación, y menos aún en el largo plazo. En otras palabras, la restricción monetaria tiene efectos claros sobre las tasas de interés, pero los efectos de las mayores tasas de interés sobre la inflación son contradictorios.

La restricción monetaria que el Banco de México se propone, genera aumentos en las tasas de interés y reduce la demanda y oferta de créditos, lo cual inhibe las inversiones de las empresas y los gastos en consumo de los particulares.

La reducción en el ritmo de crecimiento de la demanda interna y la producción ejerce un influjo negativo sobre el empleo, tal como lo señala el Banco de México; el mayor desempleo “ayuda” a convencer a los trabajadores para reducir las demandas salariales.

Los efectos de la restricción monetaria son muy desiguales entre las industrias y grupos sociales, pero su incidencia sobre la inflación actúa con rezago y de manera contradictoria. Las industrias oligopólicas reaccionan fundamentalmente reduciendo la producción más que los precios.

La política de precios sólo se modifica con altísimos niveles de capacidad ociosa y con tasas de desempleo de la fuerza de trabajo que resultan socialmente indeseables. En el sector de las grandes empresas, la restricción monetaria actúa principalmente aumentando el desempleo, e incide en menor proporción sobre la inflación. Las grandes empresas oligopólicas controlan su política de precios y trasladan con facilidad las alzas de interés a los precios.

El efecto es muy diferente para los agricultores, ganaderos, pequeños comerciantes que necesitan liquidez, y sobre todo para la industria de la construcción que trabaja fundamentalmente con créditos y cuyos clientes, principalmente de vivienda media y popular, dependen del crédito hipotecario. Con políticas monetarias restrictivas, el acceso

a la vivienda de los grupos mayoritarios es exiguo. La escasez de dinero ha afectado negativamente a la pequeña y mediana empresa; a las clases medias que no pueden obtener créditos para automóviles y electrodomésticos, principalmente.

Hay otro aspecto negativo de la restricción monetaria que resulta fundamental señalar y es el que tiene que ver con el freno de la inversión productiva, el crecimiento a largo plazo, la productividad y la competitividad de la industria mexicana frente a sus competidores internacionales.

Las altas tasas de interés tienen efectos desfavorables sobre todos los sectores productivos, los trabajadores y los consumidores en general; relevan a la inversión productiva, y restan competitividad a las empresas mexicanas; en tanto, el sector público tiene que destinar más recursos para el pago de intereses. La sociedad en su conjunto se ve frenada. Los únicos beneficiados de la restricción monetaria son los rentistas y especuladores nacionales e internacionales.

En efecto, los aumentos en las tasas de interés tienen un impacto depresivo sobre la inversión productiva, lo cual propicia el ahogo y bajo desempeño de la industria mexicana de bienes de capital. Nuestra industria no puede desarrollarse ni competir con las de otros países donde existen tasas mucho más bajas y mayor disponibilidad de crédito.

Al disminuir el ritmo de expansión de la capacidad productiva, se está orillando al país a perpetuar su lento crecimiento. Las altas tasas de interés no sólo tienen efectos desastrosos a mediano plazo sobre el volumen y productividad de los negocios, también merma el espíritu empresarial y promueve el rentismo y la especulación.

Aunque las grandes empresas tienen más facilidad que los sectores competitivos para trasladar a los consumidores el costo del dinero, con un mayor aumento de precios, aunado a la disminución del crecimiento de la demanda, al final también padecen.

La restricción monetaria tiene también un enorme costo para las finanzas públicas. Basta recordar que por cada punto de aumento en las tasas de interés domésticas, el costo de la deuda pública interna aumenta en más de 13 mil millones de pesos al año.

El Banco de México señala como un factor de riesgo el hecho de que la demanda interna está creciendo a un ritmo superior a la oferta interna, ello implica una ampliación del déficit comercial con el exterior. Basado en esta situación, el Banco insiste en la necesidad de reducir la demanda interna por la vía de la restricción monetaria. Tal como lo hemos señalado, el crecimiento de la demanda interna al ritmo observado en el año 2000 es, en las condiciones actuales, insostenible a largo plazo y debe ajustarse a la baja. Sin embargo, es fundamental llamar la atención en que la restricción monetaria ha reducido la competitividad de nuestros productos en el exterior, lo que explica en buena medida, el enorme aumento del déficit y la reducción del crecimiento de la industria manufacturera y de la oferta interna.

De alguna forma se puede decir que parte del exceso de la demanda interna sobre la oferta —que ahora el Banco quiere eliminar mediante la reducción de la demanda—, lo provocó la restricción monetaria anterior, al propiciar la sobrevaluación del tipo de cambio y las altas tasas de interés. Se pretende aplicar la misma receta a una enfermedad creada por el mismo remedio. Basta señalar que el dinamismo de la industria manufacturera disminuyó del 9.7% al 4.4%, entre el primero y el cuarto trimestre del 2000, mientras la capacidad ociosa de la industria se mantuvo al mismo nivel, ello indica que no fue la falta de capacidad productiva lo que frenó el crecimiento, sino la pérdida de competitividad debido a la sobrevaluación del tipo de cambio, como consecuencia, a su vez, de la restricción monetaria.

De no haber sido por la enorme entrada de recursos del exterior debido a los aumentos en los precios del petróleo; el crecimiento de la economía norteamericana por encima de lo previsto; y la gran entrada de capitales, en estos momentos el tipo de cambio estaría sujeto a enormes presiones. Se debe reconocer que el tipo de cambio actual no es un tipo de cambio de equilibrio. La balanza comercial, excluido el petróleo y la industria maquiladora, se ha venido deteriorando constantemente.

Tal como lo señala el Banco de México, los aumentos en las tasas de interés inciden sobre el tipo de cambio apreciándolo, lo cual tiene un efecto en el corto plazo sobre la reducción de la inflación por la disminución del costo de los bienes comercializables y, por lo mismo, en un aumento en la demanda interna y en un mayor déficit en la balanza comercial. Actualmente el peso mexicano se encuentra en un nivel de sobrevaluación similar al registrado en diciembre de 1994, por tal motivo la política de restitución monetaria impulsada por el Banco de México sería responsable, al menos en parte, de que las expectativas inflacionarias se mantengan altas e incompatibles con el objetivo del año 2003, debido al aumento del riesgo cambiario.

Aunque el Banco de México insista en que mantiene un régimen cambiario de libre flotación, la realidad es otra desde el momento en que la tasa de interés se mantiene alta a través de los cortos lo cual *ayuda* a mantener un tipo de cambio por abajo de un tipo verdaderamente libre.

En las circunstancias actuales, la economía mexicana no puede mantener un ritmo de crecimiento del 6.9 por ciento como el alcanzado durante el año 2000, ese fue el resultado de la conjunción de circunstancias positivas difíciles de repetir, como el acelerado crecimiento de la economía norteamericana y los elevados precios del petróleo.

Históricamente, el límite al crecimiento de la economía mexicana ha estado determinado por el déficit en la cuenta corriente con el exterior. Una reducción en la demanda externa de productos mexicanos y de los precios del petróleo, obliga a reducir el crecimiento de la economía mexicana con el propósito de mantener los déficit en la cuenta corriente dentro de los límites prudentes y evitar devaluaciones bruscas del tipo de cambio. Consideramos pues necesario reducir el crecimiento de la demanda interna a niveles compatibles con la nueva realidad de la situación externa.

El punto a discutir se ubica en la adopción de una estrategia que haga compatible el ritmo de crecimiento de la economía con la disponibilidad de divisas en el 2001, pero que sea acorde, al mismo tiempo, con la construcción de las bases para alcanzar un crecimiento alto y sostenido en el futuro, compatible con la disminución del desempleo, subempleo y pobreza de los mexicanos.

Nuestro punto de vista es que la política de restricción monetaria que se ha venido aplicando persistentemente por el Banco de México, tiene una eficacia dudosa sobre la reducción de la inflación; socialmente resulta injusta, ya que perjudica más a los de menos recursos, y reduce la posibilidad de desarrollo de la economía a largo plazo, por sus efectos depresivos sobre la inversión productiva y la competitividad.

En nuestra perspectiva, la estrategia de política económica debe estar orientada, desde luego, a mantener la estabilidad permanente de los precios, pero al mismo tiempo que se consoliden las bases de un crecimiento alto y sostenido capaz de generar los empleos que la sociedad mexicana demanda, como la única forma de satisfacer las necesidades básicas de la mayoría.

El reto es aumentar la capacidad productiva a un ritmo acelerado sin romper los equilibrios con el exterior. Ello requiere tomar las medidas pertinentes para aumentar el ritmo de crecimiento de la inversión productiva y reducir el crecimiento del consumo, sobre todo el de los estratos de altos ingresos.

Obviamente que la restricción monetaria actúa en sentido contrario a esta estrategia, ya que los aumentos en las tasas de interés, deprimen la inversión productiva, manteniendo casi intacto el consumo de los estratos más ricos. También es cierto que la política monetaria no está equipada para esa tarea, la cual se debe realizar esencialmente a través de la política fiscal y la orientación del Estado.

Si se reconoce que la restricción monetaria reduce las posibilidades de crecimiento económico de largo plazo, genera un enorme costo social en términos de empleos, salarios, accesos a la vivienda, y afecta más a los que menos tienen, además de su dudosa eficiencia en el combate a la inflación, la pregunta obligada es: ¿porqué se recurre tan ampliamente a su utilización?. La razón fundamental se refiere a la facilidad política que tiene para aplicarse, pues basta que un grupo selecto de personalidades se ponga de acuerdo para ello, ya que su implementación no requiere de la aprobación del Congreso de la Unión, en tanto que la responsabilidad sobre sus consecuencias se diluye, pues se hace aparecer como un efecto del comportamiento del mercado; además de que genera un beneficio para los grandes rentistas nacionales e internacionales en perjuicio de los sectores productivos.

Conclusión

Sin lugar a dudas, el crecimiento alto y sostenido que la sociedad mexicana demanda para mejorar los niveles de bienestar, exige de la estabilidad de precios. De lo que debemos estar convencidos es que la restricción monetaria es una opción ineficaz para alcanzarlas y mantenerla en el largo plazo; es socialmente costosa e injusta, además de que deprime la inversión y el crecimiento económico.

Mantener altas tasas de crecimiento a largo plazo requiere de estabilidad, misma que demanda de la aplicación coordinada de una amplia gama de instrumentos de política económica, donde el fomento a la inversión, las exportaciones, la sustitución eficiente de importaciones, el desaliento al consumo de los estratos de altos ingresos, la eliminación del riesgo cambiario y la reducción de las tasas de interés, constituyen los temas centrales.