Hacia la Estabilidad Permanente de los Precios

Serie Propuestas

No. 24

Diciembre 2002

BBVA Bancomer

2	Introducción		
3	I.	Por Qué es Necesario Bajar la Inflación	
3		I.1	Marco Teórico
4		I.2	Evidencia Empírica
8	II.	La Inflación en México	
10	III.	Retos Actuales	
10		III.1	Limitaciones de la Política Monetaria
12		III.2	¿Agotamiento del "Corto"?
14	IV.	Opciones Frente a la Inflación	
14		IV.1	Mejorar los Instrumentos Actuales de la Política Monetaria
16		IV.2	Introducir una Tasa de Interés de Referencia
19	Propuestas		
22	Conclusiones		
23	Bibliografía		

Introducción

Una de las condiciones más importantes para asegurar el crecimiento económico de forma sostenida es la estabilidad en el nivel general de los precios, entendida como una inflación permanentemente baja. La evidencia empírica confirma que existe una relación inversa entre el dinamismo de los precios y el de la economía. Lo anterior ha conducido a muchos países a aplicar estrategias para reducir significativamente la inflación, mejorando con ello, los niveles de ingreso y bienestar de su población.

En México, la inestabilidad de los precios ha sido una constante. El crecimiento de éstos ha rebasado la noción de estabilidad en repetidas ocasiones y con pocas excepciones se han registrado tasas bajas por períodos prolongados. En consecuencia, el aumento de los ingresos reales y del empleo ha sido errático y la volatilidad financiera elevada. Esto ha resultado en una asignación ineficiente de recursos provocando menores tasas de crecimiento del producto y una desfavorable distribución del ingreso.

Históricamente, la persistencia de una elevada inflación en México puede atribuirse, principalmente, a una debilidad institucional manifestada en la fragilidad de las finanzas públicas y a la falta de autonomía del banco central, lo cual provocó constantes rompimientos del régimen cambiario y una pérdida de credibilidad en las autoridades monetarias.

Afortunadamente, en los últimos años se han logrado avances para reducir dichas deficiencias. Por ejemplo, una mayor prudencia fiscal y la autonomía del Banco de México, a partir del mandato constitucional de procurar la estabilidad de precios ante cualquier otra finalidad. Además, la política monetaria ha sido fundamentada en un régimen de tipo de cambio flexible y en objetivos explícitos de inflación.

Si bien estas medidas han contribuido a una mayor estabilidad, aún queda mucho por hacer. Por ejemplo, en 2001, el incremento anual de los precios al consumidor se situó en su nivel más bajo desde el inicio del registro del índice en 1969. Sin embargo, en 2002, la autoridad monetaria incumplió con su objetivo de inflación por primera vez en cuatro años, generando incertidumbre sobre el cumplimiento de la meta para los próximos años. Además, la inflación en nuestro país es aún superior al rango de estabilidad y de los niveles registrados en nuestros principales socios comerciales. Lo anterior revela la persistencia de debilidades institucionales a corregir cuanto antes.

Este documento tiene dos objetivos: exponer los efectos positivos de la estabilidad de precios sobre el bienestar social y proponer medidas para fortalecer el marco institucional de la política monetaria en México, conducentes a una baja inflación de manera permanente. El trabajo recoge la vasta evidencia de los beneficios de la estabilidad de precios sobre el crecimiento económico. Adicionalmente, presenta diferentes experiencias internacionales, las cuales sustentan la necesidad de contar con un marco institucional adecuado y un compromiso sólido por parte de la autoridad para alcanzar la estabilidad.

El documento se organiza de la siguiente manera. En la sección I se analizan, desde una perspectiva teórica y empírica, los efectos nocivos de la inflación sobre las principales variables macroeconómicas, y en particular en el crecimiento del PIB. La sección II presenta en la experiencia de México, los orígenes y las causas de la elevada inflación y sus consecuencias. En la sección III se analizan los retos actuales de la política monetaria, en particular con el funcionamiento del "corto". La sección IV expone las alternativas más viables para lograr la estabilidad de los precios. En este sentido, se presenta la opción de mejorar la política monetaria actual y realizar cambios fundamentales. En la siguiente sección se refieren las propuestas para crear un nuevo marco institucional y asegurar la estabilidad de precios en nuestro país. Finalmente exponemos las conclusiones.

I. Por Qué es Necesario Bajar la Inflación

Durante la segunda mitad del siglo pasado, y con mayor hincapié en la última década, el consenso mundial —de académicos, organismos internacionales, instituciones de gobierno, etc.— por alcanzar la estabilidad de precios creció de manera significativa. En México se observa una tendencia similar; sin embargo, el grado de compromiso y el margen de error de la autoridad monetaria varía considerablemente.

El desfavorable desempeño de nuestro país al respecto deriva de una percepción común en economías en desarrollo donde estar cerca de la meta es equivalente a cumplir con ella. Lo anterior ocasiona el conformismo de la sociedad con niveles de inflación elevados. En este sentido, es importante reiterar la importancia de la estabilidad de precios permanente como condición necesaria para alcanzar mayor crecimiento económico.

I.1 Marco Teórico

Uno de los resultados más importantes en el ámbito económico es la relación inversa entre el incremento de los precios y el desarrollo económico; es decir, a menor inflación mayor bienestar social y viceversa. Los efectos negativos varían dependiendo del marco institucional de cada economía y de si la inflación es anticipada o no.

Cuando los precios en la economía están indexados y la inflación es anticipada, los costos en bienestar se originan principalmente en dos fuentes: la pérdida de valor del dinero en efectivo, el cual no recibe intereses y los cambios frecuentes de precios y salarios. La pérdida de valor del dinero disminuye su demanda real e incentiva el uso de otros medios de atesoramiento de valor y de transacción, provocando una asignación ineficiente de recursos.

La revisión continua de precios y salarios genera a su vez costos de transacción pues incrementa los costos fijos. En consecuencia, los agentes económicos buscarán nuevas formas de indexación, como es fijar los precios en función de una moneda más estable lo cual, en ausencia de instituciones adecuadas, resulta en mayores costos de transacción. Adicionalmente, la inflación incrementa las distorsiones nominales de la economía originadas por el sistema fiscal y de beneficios sociales. Es decir, actúa como un impuesto sobre el capital y provoca un sesgo a favor del consumo en detrimento del ahorro y la inversión.

Cuando la inflación no es anticipada, hay un impacto significativo sobre los contratos nominales —laborales, de crédito y de arrendamiento—, provocando una reducción del poder adquisitivo de los salarios, un empeoramiento en la distribución del ingreso y mayor incertidumbre, lo cual resulta en menor dinamismo económico.

La redistribución de la riqueza puede ocurrir de diversas maneras: por ejemplo, de los acreedores a los deudores, de la población más vieja a la más joven, y de los individuos menos adversos al riesgo a aquellos más adversos. El desfavorable impacto de la inflación suele ser mayor para los grupos más pobres de la sociedad por su menor gama de alternativas financieras.

La incertidumbre en la variación de los precios reduce el atractivo de los activos nominales e incrementa el de los reales, provocando menor ahorro e inversión en capital físico. Además, la inflación altera los ingresos esperados de la inversión e interfiere con las decisiones de los inversionistas, provocando una asignación ineficiente de recursos. Sin una acumulación de capital constante y progreso tecnológico, no puede haber incrementos en el ingreso por habitante y se limita la expansión potencial de la economía.

Por otra parte, la inflación interfiere con el mecanismo de señalización de una economía, provocando confusión sobre cambios transitorios o permanentes en los precios. Por ejemplo, las distorsiones pueden llevar a las empresas a incrementar o disminuir la producción cuando los precios están subiendo por la inercia inflacionaria y no por cambios relativos relacionados con la demanda o con la productividad.

Adicionalmente, la inflación disminuye la confianza de los agentes económicos en la política monetaria y distorsiona otros dos determinantes del crecimiento económico: la acumulación de capital humano y la inversión en investigación y desarrollo, lo cual afecta de manera negativa la productividad total de los factores y, con esto, el dinamismo potencial de la economía.

Al considerar los diversos costos de la inflación y su impacto sobre el bienestar de la sociedad, la evidencia teórica apunta hacia una sola dirección: la estabilidad permanente de los precios.

I.2 Evidencia Empírica

La evidencia confirma la teoría. Los países con mayor estabilidad de precios registran las tasas de crecimiento económico más elevadas, como es el caso de los del Sureste de Asia. En contraparte, la mayoría de países latinoamericanos registra tasas de inflación más elevadas y menor dinamismo económico. Asimismo, ante choques externos o crisis de balanza de pagos, los países con menor inflación han sido capaces de restablecer la estabilidad más rápido en comparación con quienes presentan mayor inflación.

Estudios de la Relación entre Crecimiento e Inflación • Variable dependiente: crecimiento real del PIB o crecimiento real del PIB por habitante

Autores	Período	Muestra (países)	Coef.*
Barro (1995)	1960-1990	100	-0.02 a -0.03
Ghosh y Phillips (1998)	1960-1996	OCDE	-0.03 a -0.04
Grimes (1991)	1961-1987	OCDE	-0.11
Motley (1993)	1960-1989	OCDE	-0.13
Clark (1993)	1960-1985	OCDE	-0.13
Lucas(2000)	1900-1994	EUA	-0.10
Fischer (1993)	1961-1988	No	-0.13
	1961-1972	petroleros	-0.20
Fischer (1991)	1970-1985	73	-0.07
Englander y Gurney (1994)	1960-1990	OCDE	-0.06

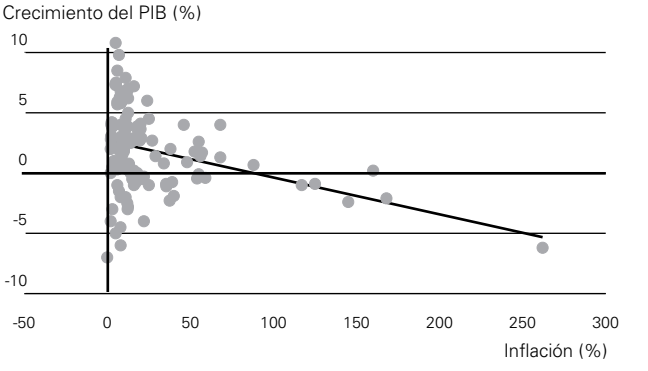
* Coeficiente de inflación promedio (%)
Fuente: P. Andersen y D. Gruen (1995) y BBVA Bancomer

El principal resultado de diversos estudios econométricos es la existencia de una relación negativa y no lineal entre inflación y crecimiento económico. Es decir, los costos de la inestabilidad de precios varían dependiendo de qué tan baja o alta sea ésta. En el cuadro anterior se resumen los resultados de algunos trabajos sobre esta relación para distintas economías y diferentes períodos. En todos los casos, la relación es negativa y sólo se diferencia por la magnitud del coeficiente.

En particular, Barro (1995) considera una muestra superior a 100 países entre 1960 y 1990. Según su análisis un aumento de la inflación en 10 puntos porcentuales reduce la tasa de crecimiento del producto por habitante entre 0.2 y 0.3 puntos porcentuales por año y a la razón de inversión a PIB entre 0.4 y 0.6 puntos porcentuales. En otras palabras, un incremento sostenido en el nivel general de precios de 10% reduce el nivel real del PIB entre 4% y 7% después de 30 años. En este estudio también se confirma que la mayor variabilidad de los precios tiende a resultar en mayores tasas promedio de inflación con costos significativos sobre el dinamismo económico, independientemente de la localización geográfica, grado de desarrollo y condición histórica.

La gráfica adjunta muestra la relación negativa entre inflación y PIB manteniendo constantes los demás determinantes del producto. Así, con inflaciones elevadas la expansión del producto es menor; cuando son bajas y cercanas a cero, el desempeño económico es superior.

Relación entre Crecimiento Económico e Inflación



Fuente: R. Barro (1995)

Ghosh y Phillips (1998) consideran una muestra de 3,603 datos para 145 países entre 1960 y 1996 y confirman la existencia de una relación negativa y no lineal entre inflación y crecimiento. El incremento en la tasa del PIB por habitante, al reducirse la inflación entre 10 y 30 puntos porcentuales, varía de 0.3% a 0.4%. Además, los autores concluyen que un proceso acelerado de desinflación no tiene efectos negativos sobre el producto cuando la tasa de inflación inicial es superior a 6%.

La desinflación con tasas menores a 6% está asociada con variaciones negativas del producto, sin embargo, este impacto es contrarrestado por el mayor dinamismo económico en el siguiente período asociado con la menor tasa de inflación. Finalmente, el estudio demuestra una probabilidad condicional de 75% de registrar tasas de crecimiento del producto elevadas si la inflación es baja y de 45% cuando ésta es elevada.

Fischer (1986), analiza las ganancias en el bienestar de la sociedad contrastando una política de cero inflación con otra de 10%. Los resultados indican cómo una variación de los precios de cero produce un incremento en el bienestar equivalente a 0.3% del PIB. Si por ejemplo, la ganancia en el producto (0.3%) se descuenta con una tasa de interés de 3%, la ganancia en valor presente equivale a 17% del producto. Por otra parte, Lucas (2000) muestra cómo el reducir una inflación de 10% a cero, se traduce en un incremento del ingreso real de casi 1% anual.

En otro estudio más reciente, Fischer (1991) analiza 73 países para el período 1970-1985 y encuentra una reducción de 0.7 puntos porcentuales en el crecimiento económico ante un incremento de 10% en la inflación. La caída del producto ocurre por el efecto nocivo de la inestabilidad de precios sobre la inversión. De hecho, el estudio desagrega el impacto: 0.5 puntos porcentuales por menor eficiencia de la inversión y 0.2 puntos porcentuales por un menor aumento de la inversión.

Otros estudios confirman la existencia de una relación inversa entre inflación y desempeño económico aún con tasas bajas en el incremento de los precios. Por ejemplo, Andrés y Hernando (1997) consideran países de la OCDE, caracterizados por su mayor estabilidad de precios, y concluyen: "la causalidad entre inflación y crecimiento es siempre significativa y nunca positiva".

Inflación Promedio Anual y PIB por Habitante

País	Inflación prom. anual (%)	PIB por hab. 1962*	PIB por hab. 2001*	Incremento PIB por hab.*
Brasil	554.2	241	2,915	2,674
Argentina	242.5	596	7,422	6,826
Chile	57.9	588	4,315	3,727
México	26.9	356	6,072	5,716
Corea	9.5	92	8,918	8,826
España	8.7	383	14,416	14,033
Italia	7.8	833	18,744	17,912
Nueva Zelanda	7.3	1,600	13,103	11,503
Reino Unido	6.8	1,442	23,888	22,447
Australia	5.9	1,734	18,405	16,672
Suecia	5.8	2,021	23,762	21,741
Noruega	5.7	1,399	36,300	34,901
Francia	5.4	1,429	22,085	20,657
Canadá	4.7	2,209	22,691	20,482
Hong Kong	4.7	411	24,405	23,994
Estados Unidos	4.6	2,971	35,401	32,430
Bélgica	4.3	1,311	22,329	21,018
Japón	4.3	564	32,523	31,959
Holanda	4.2	1,045	23,648	22,602
Suiza	3.4	1,792	34,176	32,383
Alemania	3.1	1,469	22,365	20,896
Singapur	3.0	477	20,738	20,261
Promedio	**44.6**	**1,135**	**19,937**	**18,803**

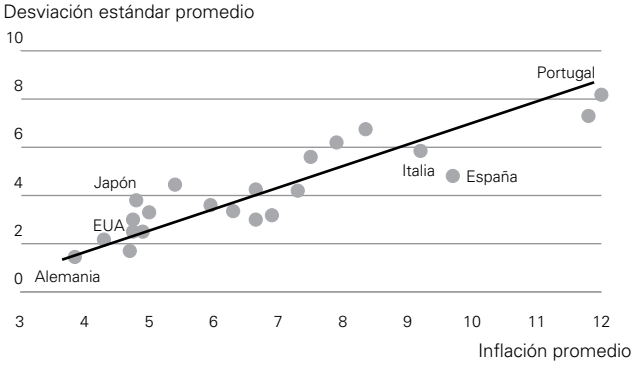
* Dólares
Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

En el cuadro anterior se observa el desempeño económico de diversos países, medido por el PIB por habitante. Los países con menor inflación tienen un desempeño mejor al de aquellos con inflaciones más elevadas. No obstante, la estabilidad de precios debe ir acompañada de otras políticas adecuadas para alcanzar mayor crecimiento económico, lo cual explica porqué países con inflaciones bajas —aunque superiores a los rangos mínimos— muestran aumentos mayores; sin embargo, y definitivamente con inflaciones altas, independientemente de otras políticas acordes, no se obtienen los mejores resultados.

En esta muestra de 22 países, el desempeño de México ocupa el vigésimo lugar. En 1962 el producto por habitante de México era casi cuatro veces el de Corea, muy similar al de España y ligeramente inferior al de Hong Kong y Singapur, en 2001 Corea registró un producto por habitante casi 1.5 veces al de México, España 2.4 veces, Hong Kong 4 veces y Singapur 3.4 veces.

Por otra parte, existe una amplia evidencia de que una mayor volatilidad de la inflación es acompañada por niveles más elevados de la misma. Esto refleja el elevado riesgo de perder la estabilidad de precios cuando no se reduce la variabilidad de la misma. En la siguiente gráfica se presenta esta relación para 22 países de la OCDE, y se observa una relación casi perfecta entre la tasa de inflación promedio y su desviación estándar.

Inflación: Promedio y Desviación Estándar
22 países de la OCDE, 1960-1993, %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de FMI

Una elevada volatilidad de la inflación resulta en un mayor inestabilidad financiera reflejada, principalmente, en tasas de interés más elevadas y mayor variabilidad del tipo de cambio. Esto a su vez, genera mayor volatilidad del consumo y de la inversión, provocando ciclos económicos más acentuados. Por tanto, los países con estabilidad de precios por períodos prolongados registran en promedio un crecimiento económico sostenible y menos volátil.

Adicionalmente, cuando la volatilidad de los precios es elevada, también lo será el rendimiento de los activos y por tanto la demanda de los mismos. El resultado será fuertes fluctuaciones de los mercados de dinero, de capitales y de bienes raíces, provocando mayor gasto para pronosticar el comportamiento de los mismos y ocasionando un desperdicio de recursos.

Por otra parte, inflaciones más elevadas pueden generar cambios legales limitantes del buen funcionamiento de la economía. Por ejemplo, Fischer (1991) considera a la inflación como un indicador del desempeño del gobierno, por lo cual un incremento en esta variable refleja la pérdida del control del gobierno. Por tanto será más probable la introducción de controles de precios y cambios al régimen comercial y fiscal, lo cual genera mayor incertidumbre y afecta negativamente las decisiones de inversión.

En ocasiones se argumenta cómo los efectos negativos de la incertidumbre podrían mitigarse con mecanismos de indexación. Sin embargo, en la práctica éstos resultan difíciles y costosos de aplicar. De hecho, el costo de la implantación puede ser tan alto como para eliminar el beneficio de la indexación. Esto ocurrió en la mayoría de los países industrializados durante la década de los setenta. Además, cuando el gobierno busca suprimir la inflación utilizando el control de precios y salarios se generan importantes distorsiones e inequidades capaces de resultar en un producto menor al nivel óptimo y un deterioro en la distribución del ingreso.

La inflación también provoca una transferencia de la sociedad al gobierno del acervo de dinero en efectivo el cual no recibe intereses. Descontar estos ingresos de la pérdida de bienestar social puede ser atractivo; sin embargo, este impuesto inflacionario no sólo es el único no aprobado constitucionalmente por los representantes de la sociedad, lo cual atenta contra los principios básicos de una democracia, sino también es el menos eficiente en relación a otros impuestos, como el aplicado a los bienes de consumo final.

Easterly y Fischer (1999) analizan la relación entre inflación y pobreza. Su estudio considera información de 31,869 hogares en 38 países y confirman una relación negativa entre la inflación y el porcentaje de la riqueza nacional de los más pobres, los niveles de pobreza y el salario mínimo real. Así, un incremento en la inflación de 0 a 20% reduce el salario mínimo real en 8 puntos porcentuales por cada año de inflación elevada; además, las altas tasas de inflación disminuyen en 1.7% la participación de la riqueza del quintil de la población más pobre. Este porcentaje es elevado si se considera que en países menos desarrollados como México, este estrato de la sociedad tiene una participación de la riqueza extremadamente baja y no cuenta con un sistema de bienestar social capaz de compensar esta caída. Los autores confirman a la inflación como el impuesto más cruel, pues perjudica en mayor medida a los más pobres.

Andersen y Gruen (1995) investigan los determinantes del crecimiento económico sostenido y encuentran cómo bajas tasas de inflación y políticas preventivas para contrarrestar presiones inflacionarias futuras conducen a incrementar la tasa del PIB y el nivel de producto por habitante. Al considerar las ganancias acumuladas a lo largo del tiempo, la baja inflación genera beneficios considerables sobre el producto.

En ese sentido, disminuir la inflación representa una inversión: los beneficios se van generando a lo largo del tiempo, y compensan en exceso cualquier costo posible de corto plazo el cual pudiese implicar una política desinflacionaria, como incrementar las tasas de interés. Además, en países con un claro consenso por mantener baja la inflación, se generan políticas conducentes a un mayor dinamismo económico, como el equilibrio fiscal.

Los estudios empíricos y los teóricos, comprueban contundentemente una relación inversa entre el producto y la variación en los precios. Los resultados muestran cómo una inflación baja y estable incrementa la certidumbre, el ahorro, la inversión y el bienestar social y además, reduce la pobreza y mejora la distribución de la riqueza. No hay evidencia para sustentar un abandono de la estabilidad de precios cuando se busca aumentar el crecimiento económico y el bienestar de la población.

II. La Inflación en México

La experiencia de nuestro país con la estabilidad de precios es limitada. Históricamente, la inflación ha sido elevada y volátil. Sus efectos negativos han dañado severamente el bienestar de la población y mermado la capacidad del país para un mayor desarrollo económico.

En el siglo XX, los esfuerzos por combatir la inflación fueron acotados y en algunos casos inexistentes, relegándose esta situación como un objetivo de la autoridad monetaria. En el cuadro anexo se detalla el desempeño de los últimos ocho directores generales y dos gobernadores del Banco de México, en lo relativo a variaciones promedio en los precios utilizando el deflactor implícito del PIB. Ninguno alcanzó la estabilidad de precios durante su cargo y únicamente dos tuvieron inflaciones promedio menores a 10%. Un factor para explicar este comportamiento es la ausencia de rendición de cuentas en la actividad del organismo monetaria, fenómeno que sólo recientemente se está revirtiendo gracias a la autonomía del Banco de México.

Banco de México: Desempeño 1935 - 2002
Deflactor implícito del PIB, variación % promedio anual

Período	Dir. Generales de Banco de México	Inflación	Clasificación*
1935-1940	L. Montes de Oca	6.6	2
1940-1946	E. Villaseñor	15.8	6
1946-1952	C. Novoa	7.5	3
1952-1970	R. Gómez	4.7	1
1970-1976	E. Fernández	14.1	5
1977-1981	G. Romero	24.7	8
1982	M. Mancera/C. Tello	64.0	10
1983-1993	M. Mancera	51.7	9
1994-1997	M. Mancera**	23.1	7
1998-2002	G. Ortiz**	10.7	4

* A partir de la inflación observada en el período, menor inflación significa una mejor clasificación
** Gobernadores
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Lo anterior revela que el problema de la inflación en México está asociado en parte con la fragilidad institucional y la falta de un compromiso por alcanzar la estabilidad de precios. Por ejemplo, hasta 1995, la política monetaria estuvo principalmente subordinada a la estrategia de incrementar el crecimiento económico mediante el gasto público o la depreciación cambiaria. Como resultado, el país nunca logró alcanzar la estabilidad de precios en períodos prolongados. Los aparentes beneficios de corto plazo sobre el producto desaparecieron rápidamente con crisis fiscales o de balanza de pagos y finalmente por una elevada inflación. La recurrencia en estos eventos resultó en una debilidad continua de las instituciones y en la pérdida de credibilidad en las autoridades fiscales y monetarias.

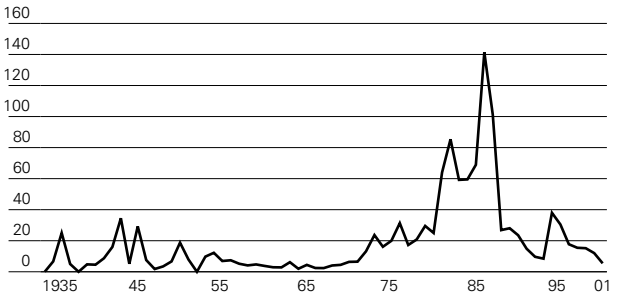
Entre 1935 y 1955, la inflación medida a partir del deflactor implícito del PIB y excluyendo aquellos años más volátiles resultó 4.8%. Sin embargo, al contabilizar toda la muestra, el promedio aumenta a casi 10%, es decir, más del doble. Además, sólo en cuatro ocasiones (19%), el incremento de los precios fue menor a 3%. Posteriormente, entre 1956 y 1972, el país registró el período con menor volatilidad; la inflación promedió 4.5% y su desviación estándar alcanzó 1.7; sin embargo, aun en estos años, el aumento en los precios fue inferior a 3% en menos del 30% de la muestra.

Cómo ilustra la siguiente gráfica, fue a partir de la década de los setenta y durante la de los ochenta, cuando la inestabilidad de precios alcanzó niveles nunca observados. Entre 1973 y 1988, la inflación promedió 48.5%, con una desviación estándar de 39.8. En dos años —1987 y 1988—, la variación acumulada en los precios casi igualó a la registrada entre 1945 y 1972. Lo anterior reflejó la inexistencia de un compromiso por la estabilidad. Incluso tras la crisis de 1982, los diversos programas económicos inmediatamente aplicados no consideraron un objetivo la estabilidad en el nivel general de precios.

De 1988 a 1993, el combate a la inflación aumentó paulatinamente su importancia relativa como propósito manifiesto del gobierno. Durante el período, la variación anual en los precios se redujo de 52% a 8%. Sin embargo, en 1994, a pesar de la autonomía del banco central y un objetivo explícito de

estabilidad de precios, se comprometió la meta. Después de la crisis de 1995, con la adopción de un esquema de objetivos de inflación, explícitos a partir de 1998, el Banco de México ha fortalecido su tarea por la estabilidad de precios y, por primera vez, se ha comprometido a una rendición de cuentas por la conducción de su política monetaria.

Inflación Anual • Deflactor implícito del PIB,variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

El aumento sostenido de los precios ha tenido claras consecuencias negativas sobre el bienestar de la población. No ha sido casual que la mayor expansión promedio anual del ingreso por habitante (2.9%) en el país se haya registrado durante la década de mayor estabilidad de precios, esto es, en los años sesenta, y la menor expansión (-0.1%) durante la más inestable: los años ochenta. Un análisis con mayor detalle para los períodos anteriores y abarcando los años noventa permite entender mejor los efectos de la inflación sobre el PIB por habitante, el consumo y la inversión. En el siguiente cuadro se puede apreciar la estrecha relación negativa de estas variables con los incrementos sostenidos en precios.

Inflación y Bienestar • Variación % promedio anual

	1983-1988	1989-1994	1995-2000
Deflactor implícito PIB	83.8	18.3	21.1
PIB por habitante	-1.3	1.7	0.9
Consumo privado	0.1	4.8	2.7
Inversión privada	-0.1	7.5	6.9

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI

Por otra parte, la relación entre inflación y distribución del ingreso es negativa. Entre 1970 y 1996 —el período con mayor incremento en los precios—, la participación del ingreso del decil más bajo pasó de 1.42% a 1.24%. Adicionalmente, Martínez (1998) encuentra, para una muestra de ocho ciudades del país, que un aumento de 5 puntos porcentuales en la inflación deteriora en 2% la distribución del ingreso, medida por el índice de Theil (1979). En suma, la inestabilidad de los precios ha reducido drásticamente el bienestar de la población, afectando por lo menos a cuatro generaciones de mexicanos.

III. Retos Actuales

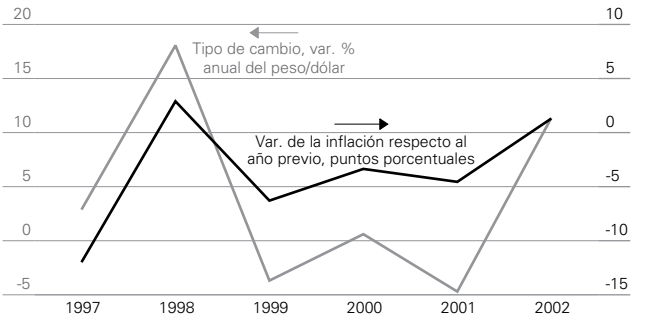
Después de la crisis de 1995, en apego a su mandato constitucional, el banco central se orientó a reducir la inflación. En diciembre de 2001, el índice nacional de precios al consumidor registró una variación anual de 4.4%, su tasa más baja desde febrero de 1972. Sin embargo, en 2002 esta tendencia descendente se interrumpió. Al cierre del año, el crecimiento en los precios alcanzó 5.7%; cifra 40% mayor al promedio entre 1960 y 1970 y lejana aún del rango de estabilidad de precios. Además, por primera vez en cuatro años, el Banco de México no logró su objetivo de inflación, limitándose la convergencia en las expectativas con la meta permanente de 3% a partir de 2003. Además, este objetivo fue flexibilizado al añadirse un rango de variación de más/menos un punto porcentual.

El retroceso en la tendencia descendente de los precios y el incumplimiento de la meta establecida ponen en riesgo la credibilidad de la autoridad monetaria; el activo más valioso para un banco central. De esta manera, los principales desafíos para el Banco de México son asegurar el regreso de los precios a una tendencia descendente y cumplir con el objetivo de 3%. Por lo anterior, resulta imprescindible para el organismo romper con la contaminación de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios y contar con una herramienta capaz de contrarrestar las rigideces en la inflación.

III.1 Limitaciones de la Política Monetaria

Aun después de adoptar el régimen de libre flotación, a partir de 1996 el descenso en la variación en los precios ha ido de la mano del comportamiento del peso frente al dólar. En la siguiente gráfica se observa como las ganancias o pérdidas en la tasa de inflación respecto al año precedente están relacionadas de manera positiva con la depreciación del tipo de cambio. De hecho, el coeficiente de correlación entre ambas variables es 0.7, similar al impacto histórico de la depreciación cambiaria sobre el nivel general de precios.

Inflación y Tipo de Cambio



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

La explicación del contagio cambiario a los precios en México se encuentra en la conducción de la política monetaria (Sánchez, 2002). Esto ocurre por dos circunstancias: primero, el Banco de México sigue la regla de "no crear excedentes ni faltantes de liquidez", lo cual implica un acomodo de cualquier demanda nominal de base monetaria; segundo, si la depreciación del tipo de cambio se transmite a precios, eleva la demanda nominal de dinero. Ante esto, el banco central al actuar con su regla monetaria, acomoda el incremento nominal del circulante y valida el impacto inflacionario de la depreciación cambiaria.

El carácter propio del régimen de tipo de cambio de libre flotación implica la posibilidad de registrar elevadas fluctuaciones cambiarias, dependiendo de la demanda por el peso y de la velocidad en el flujo de información en los mercados financieros. Sin embargo, existen diversas economías con un régimen cambiario similar al de México, con mayores fluctuaciones en sus monedas respecto a las del peso, pero con una menor transmisión de la depreciación cambiaria a precios. En esas economías, es la política monetaria la encargada de controlar los precios.

El Banco de México ha reconocido las implicaciones negativas de una regla acomodaticia: "La aplicación

estricta de la regla de operación básica recién descrita implicaría que el Banco de México satisfaga pasivamente la demanda de base monetaria que se le manifieste, lo cual podría ser fuente de algunos problemas. En particular, el instituto central podría, eventualmente, estar satisfaciendo una demanda de dinero congruente con un patrón de inflación superior al deseado." (Banco de México, 1998).

Además del impacto sobre la inflación de las fluctuaciones cambiarias, existen otras presiones provenientes de los precios de bienes y servicios no comerciables, administrados y concertados del sector público y de los productos agropecuarios. Sus variaciones responden a diversos factores como las rigideces en el mercado laboral, la política fiscal y ciclos climáticos, pero sus condiciones no son únicas de México. En todos los países industrializados existe este tipo de presiones, y sin embargo, las tasas de inflación registran niveles y volatilidad menores a las de nuestro país.

Por ejemplo, en diciembre de 2001 la inflación general (4.4%) fue 460 puntos base menor a la del año anterior y se ubicó 210 puntos por debajo de la meta oficial. Como lo ilustra el cuadro adjunto, este cumplimiento en la meta inflacionaria se explica de manera aritmética por la deflación de 6% en el componente de frutas y verduras y de 1.3% en los precios administrados. En diciembre de 2001, los decrementos en estos rubros respecto a diciembre de 2000 fueron 2,626 y 1,989 puntos base, respectivamente.

Inflación • Variación % anual

	1998	1999	2000	2001	2002
INPC	**18.6**	**12.3**	**9.0**	**4.4**	**5.7**
Subyacente	17.7	14.2	7.5	5.1	3.8
Mercancías	18.3	14.1	6.7	3.9	2.0
Servicios	16.8	14.4	8.8	6.9	6.2
Agropecuarios	24.3	0.3	10.1	1.4	8.7
Frutas y verduras	45.3	-3.7	20.2	-6.0	22.2
Carnes y huevo	13.0	2.9	3.5	6.8	-0.1
Admin. y concer.	18.1	13.4	12.6	2.2	11.0
Administrados	18.7	15.7	18.6	-1.3	16.8
Concertados	17.7	11.6	8.0	5.1	6.1
Educación	17.7	18.1	15.2	14.0	10.0

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

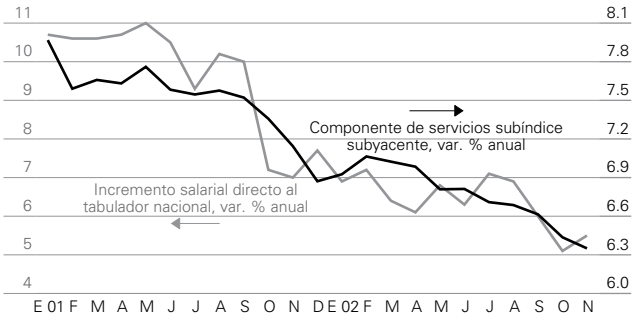
En 2002, la inflación general anual fue 5.7%, tasa significativamente mayor a la meta de 4.5%, en tanto la variación en el indicador subyacente fue de 3.8%, su mínimo histórico. La amplia diferencia entre ambas tasas se explica por incrementos de 6.2%, 22.2% y 16.8% en los precios de los servicios, las frutas y verduras y los administrados, respectivamente.

La existencia de precios fuera del control del Banco de México limita la eficacia de la política monetaria. En principio, la volatilidad en estos precios no debería ser motivo de preocupación si, en promedio, los aumentos se compensarán con las caídas. Sin embargo, las variaciones no siempre son simétricas y ello resulta en pérdidas o ganancias que pueden conducir a los agentes económicos a incorporar una prima de volatilidad en sus expectativas de inflación. Además, cuando los precios volátiles son de bienes o servicios con un efecto importante como los energéticos, sus variaciones pueden contaminar al resto de los precios en la economía y dificultar la distinción entre las fluctuaciones temporales y las permanentes.

El principal riesgo es que los agentes económicos tengan expectativas de inflación constantemente superiores al objetivo del banco central y los contratos incorporen estas expectativas. Sin una herramienta monetaria eficaz, el banco central podría estar limitando el cumplimiento de su meta. Por ejemplo, cuando la autoridad monetaria acomoda un incremento nominal en los salarios superior a la inflación más el crecimiento en la productividad y se genera un exceso en los saldos reales de los individuos, estos buscarán reducirlos con un incremento en su consumo. Esto genera un exceso de demanda de bienes y servicios; el equilibrio se restaura mediante incrementos en los precios, provocando una inflación mayor a la meta.

La siguiente gráfica muestra la estrecha relación entre los salarios nominales y la variación en el precio de los servicios. Esta situación pone de manifiesto la importancia de alinear los incrementos salariales nominales con los objetivos de inflación.

Incrementos Salariales e Inflación de Servicios



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y STPS

Por lo anterior, si los componentes del índice de precios responden a movimientos en el tipo de cambio, factores fiscales, fenómenos climáticos y rigideces del mercado laboral, el principal reto de la política monetaria es contrarrestar tales movimientos y asegurar el cumplimiento del objetivo de inflación. Ciertamente, el proceso es complejo y difícil. Durante muchos años distintos bancos centrales han fallado en lograrlo, pero la experiencia internacional muestra que la tecnología y las herramientas están disponibles, independientemente de las características particulares de cada país.

III.2 ¿Agotamiento del "Corto"?

Para contrarrestar parte de la tendencia acomodaticia de la política monetaria, desde 1995, con la adopción del régimen de saldos acumulados, el Banco de México utiliza como principal instrumento monetario el "corto". En esencia, éste es una herramienta de señalización para provocar alzas en las tasas de interés de mercado y desacelerar el dinamismo en la demanda agregada y, presumiblemente, el de los precios. En forma resumida, el "corto" significa que el Banco de México no suministrará la totalidad de los recursos demandados por la banca a la tasa de mercado. Se aplicará una tasa dos veces la de mercado para los fondos del "corto". Es decir, el banco central asegura siempre la igualdad entre la oferta y la demanda de dinero, pero una fracción, el monto del "corto", se proporciona a un mayor costo.

Adicionalmente, para regular la expansión de la oferta monetaria, el banco central realiza colocaciones de instrumentos financieros y ocasionalmente solicita a los bancos la constitución de depósitos obligatorios. La finalidad de estas medidas es asegurar una posición acreedora del instituto central con el sistema financiero y fortalecer el impacto de la política monetaria basada en el objetivo de saldos acumulados con la aplicación del "corto".

A pesar de lo anterior, el "corto" presenta varias desventajas como la dificultad del público para entender la mecánica de su operación, la cual se manifiesta en los repetidos errores de interpretación; por ejemplo, que el "corto" retira dinero de circulación. Además, estudios empíricos catalogan al "corto" como una forma indirecta y efímera de afectar las tasas de interés del mercado, lo cual dificulta definir la postura de la política monetaria al confundirse con las condiciones del mercado y, más importante, su efecto sobre el abatimiento de la inflación es refutable (Sánchez y Karp, 2002).

Efecto del "Corto" sobre Tasas de Interés y Tipo de Cambio • Var. cuatro semanas posteriores a su modificación

	Variación "corto"*	Tasa Cetes 28 días**	Tipo de cambio***
11-Mar-98	20	-100	-1.8
25-Jun-98	10	-50	-1.0
10-Ago-98	20	1,600	11.7
17-Ago-98	20	2,600	13.1
10-Sep-98	30	-1,400	-1.7
30-Nov-98	30	-260	-1.6
13-Ene-99	30	-670	-5.1
18-Ene-00	20	-85	-0.5
16-May-00	20	140	2.7
26-Jun-00	30	-280	-6.8
31-Jul-00	50	100	-1.7
17-Oct-00	30	130	-0.5
10-Nov-00	40	-35	-2.1
12-Ene-01	50	15	-1.6
18-May-01	-50	-300	0.8
31-Jul-01	-50	-80	0.0
8-Feb-02	60	-135	-0.8
12-Abr-02	-60	125	4.8
23-Sep-02	100	-150	-3.6
6-Dic-02	75	20	0.5
Var. en sentido esperado[1]	45%		75%

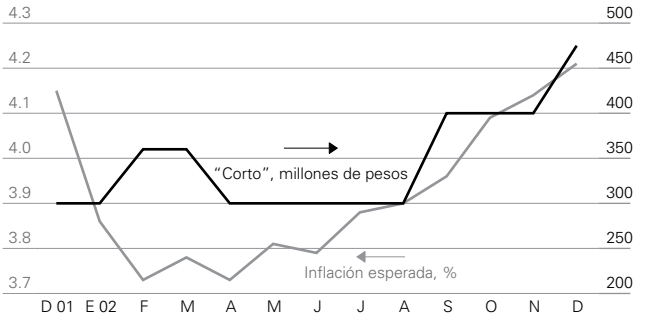
* Millones de pesos
** Mercado secundario, puntos base
*** Fix, %
1 Aumento (disminución) de la tasa de interés con incrementos (reducciones) en el "corto" y apreciación (depreciación) en el tipo de cambio con incrementos (reducciones) en el "corto"

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

La evidencia revela que los aumentos en el "corto" elevan las tasas de interés sólo de manera temporal. El cuadro anterior ilustra el efecto de los cambios en el "corto" sobre las tasas de interés y el tipo de cambio cuatro semanas después de su aplicación. En 45% de los casos, se presentó el comportamiento esperado en la tasa de interés: aumento (disminución) del "corto" y aumento (disminución) de la tasa de interés. En el tipo de cambio, la relación esperada —inversa— se presentó en 75% de los casos.

Lo anterior muestra como un incremento del "corto" tiene una probabilidad menor a 0.5 de elevar las tasas de interés por más de cuatro semanas. Por el contrario, la probabilidad de generar una apreciación del tipo de cambio es cercana a 0.8. Es decir, la efectividad del corto sobre el tipo de cambio casi duplica a la de las tasas de interés. Realizando el mismo ejercicio para las dos y ocho semanas posteriores a las modificaciones del "corto", los porcentajes de comportamiento esperado para la tasa de interés y el tipo de cambio fueron 60% y 70% en el primer caso y 32% y 63% en el segundo.

Expectativas de Inflación 2003 y "Corto"



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Por otra parte, no existe evidencia de que los aumentos del "corto" frenen los incrementos en las expectativas de inflación. En la gráfica anterior, puede observarse la inexistencia de una relación directa e inversa entre el "corto" y la inflación esperada.

IV. Opciones Frente a la Inflación

Ante las limitaciones en la política monetaria, el Banco de México tiene básicamente dos opciones para buscar una permanente estabilidad en el nivel general de los precios: mejorar la efectividad de los instrumentos a su disposición o realizar cambios de mayor profundidad en el marco institucional introduciendo, por ejemplo, una tasa de interés de referencia como herramienta de política.

IV.1 Mejorar los Instrumentos Actuales de la Política Monetaria

Esta alternativa consiste en continuar con el "corto", pero tratando de mejorar su efectividad a partir de cambios en su operación o bien con la ayuda de otras herramientas diferentes a los depósitos obligatorios y a los bonos de regulación monetaria. Lo anterior deberá complementarse con acciones enfocadas a mejorar el entendimiento del público de los canales de transmisión de la política monetaria, tales como difundir la postura de la Junta de Gobierno del banco central y los posibles cambios en su perspectiva.

Algunos avances ya se registraron en esta dirección, pues a partir de enero de 2003, el Banco de México hará públicas las fechas en las cuales la Junta de Gobierno tomará decisiones sobre política monetaria. No obstante, sería recomendable que el organismo proporcionará minutas de las reuniones y estimaciones de inflación de corto y largo plazos.

Por otra parte, el Banco de México podría reducir la diferencia entre su objetivo y el nivel observado de inflación, redefiniendo su meta, por ejemplo, en términos de un índice subyacente que excluya los precios de los bienes y servicios más volátiles. Otra estrategia podría ser tener dos objetivos: uno de corto plazo, definido sobre el índice subyacente y otro de largo plazo sobre el general, mecanismo similar al utilizado exitosamente en Chile.

Si bien estas acciones podrían mejorar la efectividad del "corto" no aseguran una estabilidad de precios permanente. Por ejemplo, un choque no esperado en los precios podría provocar un incremento demasiado elevado en la tasa de inflación debilitando primero la credibilidad en la autoridad monetaria y eliminando luego ganancias pasadas en estabilidad.

Como se verá a continuación, en la experiencia internacional existen ejemplos de economías que han reducido su inflación, pero al no contar con una estrategia sólida y un compromiso férreo de mantenerla baja, han experimentado inestabilidad de precios. En México, este riesgo está latente y no debe de ser minimizado.

Experiencia Internacional

Cuando no se cuenta con disciplina y herramientas monetarias eficaces para el control de la inflación una aparente estabilidad de precios puede revertirse rápidamente. Los casos de Brasil y Nueva Zelanda ilustran esta experiencia.

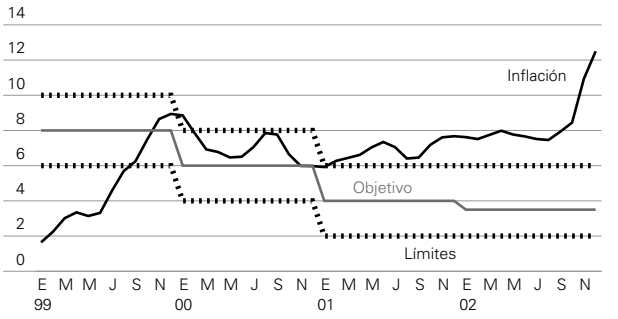
Brasil, bajo un tipo de cambio fijo, logró reducir el incremento anual en el nivel general de los precios de 916% en 1994 a 1.7% en 1998. En 1999, ante las fuertes presiones cambiarias, la autoridad adoptó un tipo de cambio libre, el cual resultó en una depreciación de 56.4% del real frente al dólar. A mediados de ese año, para contrarrestar las presiones inflacionarias, el banco central aplicó una política monetaria orientada a lograr objetivos predeterminados de inflación (Minella, 2002).

En 1999, la meta de inflación fue 8% con un margen de más/menos dos puntos porcentuales; el resultado fue 8.9%. En 2000, la autoridad logró una inflación de 6% y demostró su habilidad para contrarrestar el contagio del tipo de cambio a precios y su capacidad para cumplir con una política monetaria por objetivos. Brasil fue presentado como un ejemplo para muchos países.

Sin embargo, cómo ilustra la gráfica adjunta, en 2001 se interrumpió la tendencia descendente en los precios y la inflación terminó en 7.7%, 370 puntos por arriba del objetivo oficial. En 2002, la

situación se agravó cuando la tasa de crecimiento de los precios alcanzó 12.5%, casi tres veces superior al objetivo y cerca de ocho veces mayor a la de 1998.

Inflación en Brasil • Objetivo vs. observada, % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco Central de Brasil

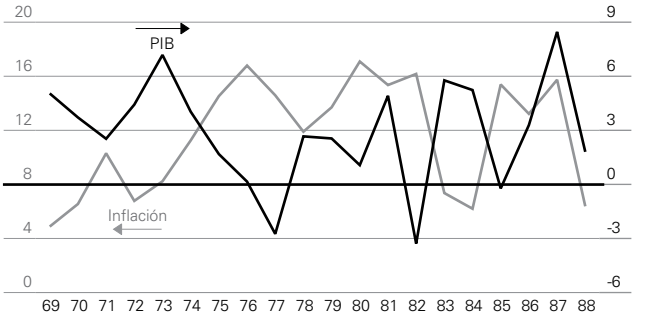
Diversos acontecimientos han sido empleados como argumentos para explicar las causas del incumplimiento en los objetivos: la depreciación cambiaria, la crisis energética, la desaceleración mundial, los actos terroristas del 11 de septiembre de 2001 y la crisis en Argentina. Sin embargo, los hechos evidenciaron una autoridad monetaria carente de una herramienta efectiva para asegurar la estabilidad de precios y además se hizo patente la ausencia de un marco institucional eficiente y flexible que permitiera a la autoridad aplicar medidas correctivas en momentos críticos.

La experiencia de Brasil demuestra que lograr una inflación baja y dentro del rango de estabilidad de precios en un año, no asegura su permanencia cuando no se cuenta con un marco institucional adecuado.

En Nueva Zelanda, hasta mediados de la década de los ochenta, el banco central aceptó la intervención del Ministerio de Hacienda en las decisiones de política monetaria. Sus objetivos fueron diversos y en ocasiones encontrados, pues mientras el banco central debía procurar el control de la inflación, el gobierno tenía incentivos para relajar la política monetaria de acuerdo con los ciclos electorales, sin reparar en los efectos inflacionarios de largo plazo (Archer, 2000).

La conducción de la política monetaria sin un objetivo claro evitó el control de la inflación. El incremento promedio anual de los precios pasó de 3.4% entre 1953 y 1969 a 12.6% entre 1970 y 1982. En este ultimo período, como lo ilustra la gráfica adjunta, la inflación fue mayor a 10% en 10 ocasiones y superior a 15% cuatro veces; la tasa máxima fue 17.1%. Este comportamiento en los precios situó al país entre aquellos con los peores registros de inflación, crecimiento y desempleo dentro de la OCDE. La variación anual promedio de su PIB fue 2.2% entre 1970 y 1982 y 0.8% si se consideran únicamente los años entre 1976 y 1982.

Inflación y Crecimiento en Nueva Zelanda
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de la Reserva de Nueva Zelanda

En 1983 y 1984, la inflación promedio anual se redujo a 7.4 y 6.2%, respectivamente, pero un año después volvió a rebasar 15%. Este comportamiento errático en la inflación motivó en 1985 enfocar la política monetaria hacia la estabilidad de precios y adoptar un régimen de tipo de cambio libre. A pesar de lo anterior, entre 1986 y 1989 la inflación promedió 10.7%. Lo anterior puso en evidencia la necesidad de realizar cambios institucionales más profundos para asegurar la estabilidad de precios. Estos cambios fueron puestos en marcha durante los noventa.

Tanto en Brasil como en Nueva Zelanda priorizar la estabilidad de precios no fue suficiente para controlar la inflación. Su experiencia evidencia que el régimen cambiario flexible no fue la razón de la inestabilidad de precios. En este sentido, la lección

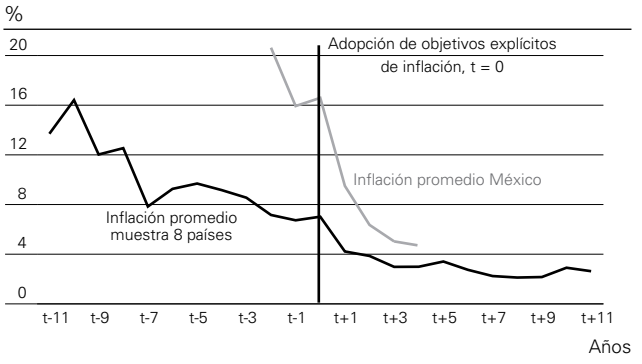
para nuestro país es que para garantizar el cumplimiento de los objetivos de inflación de manera permanente, Banco de México debe de contar con herramientas monetarias eficientes y un marco institucional apropiado.

IV.2 Introducir una Tasa de Interés de Referencia

En la última década del siglo pasado, la estrategia de objetivos de inflación explícitos y una tasa de interés de referencia como herramienta de política monetaria han ganado aceptación para lograr la estabilidad permanente de los precios; modelo utilizado por la mayoría de los bancos centrales exitosos en el combate a la inflación.

Como se constata en la gráfica adjunta, la adopción de objetivos de inflación permitió reducir significativamente el crecimiento de los precios. En la muestra de ocho países que utilizan tasa de interés de referencia, se alcanzó la estabilidad de precios y ésta ha permanecido. Por su parte, México, utilizando el "corto", si bien logró disminuir la inflación, ésta aún no llega a los niveles deseables y es superior al promedio de los otros ocho países considerados.

Ventajas de la Adopción de Objetivos de Inflación

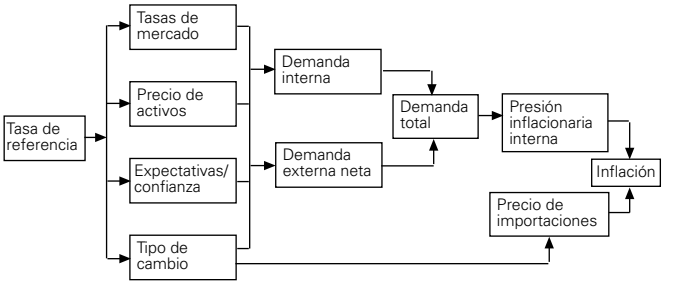


Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México y FMI

Para entender el éxito de una estrategia basada en objetivos de inflación con tasas de interés de referencia es importante comprender el funcionamiento de la política monetaria. Esta contiene dos grandes elementos: su formulación y su aplicación. La primera consiste en analizar los pasos a seguir para alcanzar los objetivos deseados de inflación; la segunda se refiere a los instrumentos empleados por la autoridad para lograr sus metas.

En la aplicación de la política monetaria, la interrelación entre las operaciones del banco central, las decisiones de los agentes económicos y la inflación se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Como ilustra el diagrama adjunto, en el centro de esta dinámica se encuentra la tasa de interés de referencia.

Mecanismo de Transmisión de Política Monetaria



Fuente: BBVA Bancomer con información de Banco de Inglaterra

El nivel de la tasa de interés de referencia depende de una evaluación del banco central sobre diversos indicadores económicos, la cual le permite inferir el comportamiento futuro de la inflación a fin de saber si será mayor o menor a la deseada. Una vez fijada la tasa de interés de referencia por el banco, las modificaciones en ésta buscan influir en el resto de las tasas de interés del mercado —mediano y largo plazo— y en el tipo de cambio para afectar las decisiones de gasto, producción y empleo de las personas, así como sus expectativas. En última instancia, se espera que los cambios en el dinamismo de la actividad económica determinen las variaciones en el nivel general de precios.

Si la inflación observada o su tendencia es mayor a la deseada, la autoridad incrementa la tasa de interés de referencia. Lo anterior provoca un aumento en el resto de las tasas de interés, y generalmente una reducción en la demanda de dinero y una

apreciación cambiaria. Al aumentar el costo del crédito se reduce su demanda, el gasto de los consumidores, la inversión, el empleo y la producción. Por su parte, la apreciación cambiaria tiende a disminuir la demanda de bienes internos e incrementar las importaciones. En su conjunto, los efectos anteriores reducen la inflación y las expectativas de la misma. Lo contrario ocurre cuando la autoridad reduce la tasa de interés de referencia.

La magnitud del impacto en la inflación ante un aumento o reducción en la tasa de interés de referencia depende, de la sensibilidad de la demanda de crédito a las tasas de interés, de la credibilidad de la autoridad monetaria y de la estabilidad histórica en los precios. Por ejemplo, cuanto más alta sea la credibilidad del banco central menor será el incremento requerido para lograr el cometido.

Por su parte, el grado de apertura de cada país y la estructura competitiva de los mercados, especialmente en el financiero, determinan la velocidad de transmisión de la política monetaria. Cuando existe una elevada competitividad y apertura, la transmisión será rápida. Por ejemplo, en Canadá los cambios en el objetivo de la tasa de referencia y su impacto en los precios tienen rezagos que varían entre 18 y 24 meses.

Además, el éxito en la aplicación de este instrumento también depende de la acción oportuna de los bancos centrales; la modificación de la tasa de referencia debe ser efectiva para evitar que las presiones inflacionarias cobren fuerza y se hagan realidad, debilitando la expectativa de estabilidad de precios. Normalmente, el banco central decide modificar o mantener la tasa de interés de referencia de acuerdo con un calendario preestablecido, pero también puede actuar de manera discrecional ante sucesos inesperados capaces de afectar el objetivo de inflación, como podría ser un choque en el mercado petrolero.

La mayoría de los bancos centrales cuentan con cierta autonomía, trabajan en coordinación con la secretaria de Hacienda y suelen tener un Consejo en el cual se toman decisiones respecto al instrumento monetario. Además, publican documentos de investigación e informes periódicos sobre la inflación, los cuales permiten incrementar la información disponible para los mercados, entender el comportamiento del banco central y evaluar el desempeño de las autoridades. Incluso, en algunos casos, se dan a conocer las minutas de las reuniones del consejo, como es el caso de Estados Unidos y el Reino Unido.

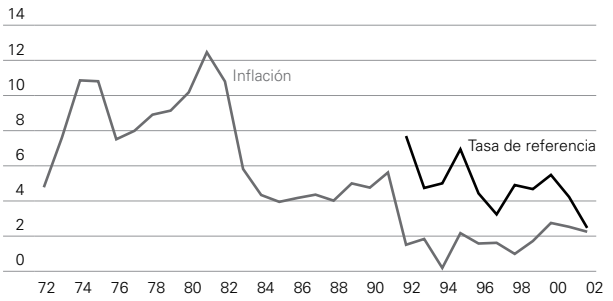
Experiencia Internacional

La evidencia muestra que los países con objetivos de inflación y con una tasa de interés de referencia han sido eficaces en reducir la variación en los precios y en mantenerla baja por períodos prolongados, pues además de aplicar una herramienta eficiente, cuentan con un marco institucional que fortalece la credibilidad de la autoridad monetaria. Además, si bien no existe una fórmula única, una característica de los países exitosos es su ambición permanente por conquistar la estabilidad de precios. Por su efectividad en el control de la inflación a continuación se presenta el caso de Canadá.

Canadá inició su política de objetivos de inflación en 1991. En este país, la autoridad monetaria utiliza una tasa de interés de referencia, publica un informe monetario y otro con proyecciones de precios con vista a un año y sólo se le permite revisar la tendencia del objetivo de inflación en casos extraordinarios, como un choque petrolero o un desastre natural. No obstante, en estos casos la autoridad está obligada a ofrecer una explicación pública.

Cómo ilustra la gráfica adjunta, Canadá experimentó tasas de inflación elevadas y volátiles a principios de la década de los setenta. Entre 1972 y 1990, el incremento anual promedio en los precios fue 7.2% con un máximo de 12.5% y un mínimo de 3.9%. En 1988, el Banco de Canadá anunció la estabilidad de precios como su objetivo. Sin embargo, la inflación promedio anual se mantuvo en 4.6% entre ese año y 1990. En respuesta, en 1991 el gobierno y el banco central anunciaron los principios para reducir la inflación a 3% en 1992 —la tasa más baja en casi dos décadas— y a 2% en 1995, con esto, el país iniciaba un período de objetivos de inflación.

Inflación en Canadá • Promedio anual, %



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco Central de Canadá

Un año después de adoptar esta política, la inflación terminó en 1.5%, y desde entonces el incremento en los precios sólo ha rebasado la meta en siete de 131 meses; de hecho, el promedio entre 1992 y 2002 fue 1.7%. En este sentido, la experiencia de diez años de Canadá de mantener una inflación baja y estable representa uno de los éxitos más importantes dentro de la OCDE. Esta estabilidad de precios ha permitido un mejor desempeño de la economía: menor variabilidad de los ciclos económicos y crecimiento en el producto potencial.

El objetivo del Banco de Canadá radica en mantener la inflación promedio en 2%, aunque con un rango de desviación de más/menos un punto porcentual, como reflejo de la incertidumbre de corto plazo ocasionada por choques aleatorios. Es importante señalar que el objetivo se define sobre la inflación general; sin embargo, existen fluctuaciones de corto plazo difíciles de contrarrestar. Para evaluarlas, el banco central calcula tres índices de precios adicionales, los cuales permiten valorar las presiones sobre la inflación general. Uno de estos índices es la inflación subyacente, la cual en el largo plazo tiende a ser igual a la general. De esta manera, las acciones de política monetaria están encaminadas a afectar, principalmente, la subyacente y no la volatilidad transitoria de la general.

Además, es de conocimiento público que la autoridad monetaria acomoda el primer efecto de los cambios en las tasas impositivas indirectas —como el IVA— sobre la inflación. Sin embargo, trata de contrarrestar la segunda ronda de efectos que pudiesen causar una desviación más pronunciada de la inflación. Cuando el crecimiento en los precios se desvía persistentemente del objetivo, el Banco de Canadá presenta en su informe monetario una amplia exposición de las razones de la desviación, las medidas futuras para revertir la tendencia y el tiempo esperado para regresar la inflación al objetivo medio. Asimismo, se dan explicaciones para la inflación general, la subyacente y los precios volátiles. De esta forma existe una comunicación cualitativa y cuantitativa amplia del banco central con los agentes económicos.

Cabe señalar también que la economía canadiense tiene un tipo de cambio flexible y se encuentra estrechamente integrada con el resto del mundo. Esto origina susceptibilidad del país ante diversos choques externos, además de mantener una elevada dependencia en el precio de los energéticos y los alimentos. A pesar de esto, el cumplimiento del objetivo de inflación ha sido exitoso. Por ejemplo, en 1998, el dólar canadiense se depreció más de 7% en promedio frente al dólar estadounidense; sin embargo, la inflación anual fue menor a 1% e incluso inferior a la del año previo (1.6%). En este sentido, las fluctuaciones de los precios más volátiles no han impedido alcanzar los objetivos de inflación.

De acuerdo con Longworth (2002), los beneficios de la estabilidad de precios en Canadá son amplios: menor volatilidad de los salarios y mejor asignación del trabajo, mejor planeación y extensión de los contratos financieros y laborales, menor pérdida de días laborales por conflictos, ahorro de recursos al reducir la necesidad de cubrirse ante la inflación no esperada, y menor volatilidad de las tasas de interés, lo cual ha disminuido las pérdidas de capital y las primas de riesgo.

En síntesis, el éxito de ese país en su objetivo de lograr la estabilidad de precios partió de un compromiso férreo de la autoridad por combatir la inflación. Además, su credibilidad se fortaleció por un marco institucional sólido, con múltiples medidas enfocadas a incrementar la transparencia y la rendición de cuentas por parte de las autoridades.

Propuestas

El crecimiento sostenido de la actividad económica requiere una estabilidad de precios permanente. En México, para lograr este objetivo, resulta indispensable fortalecer el marco institucional y mejorar los instrumentos con los cuales opera la política monetaria. En particular se propone:

- **Ratificar el Carácter Permanente de la Estabilidad de los Precios, haciendo Explícitos los Casos de Excepción**

La estabilidad de precios debe tener un carácter permanente. Es necesario robustecer el objetivo de combatir la inflación por parte del Banco de México en la Constitución. Su responsabilidad no debe limitarse a "procurar" la estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda, sino también a cumplir metas estrictas de inflación. Por ejemplo, lograr una variación anual en los precios menor o igual a la de nuestros principales socios comerciales.

Además, se propone que, por mandato constitucional, los poderes Ejecutivo y Legislativo asuman un compromiso público de combate a la inflación mediante la aplicación de una estricta disciplina fiscal. Esta obligación debe ser permanente e independiente de quien ostente el cargo de Presidente de la República, Secretario de Hacienda o Gobernador del Banco de México.

Un mandato constitucional claro y vigoroso de combate a la inflación, con metas definidas para el incremento anual en el nivel general de los precios, y la responsabilidad compartida entre los distintos órganos del Estado para cumplirlas, crearán un marco institucional adecuado para la toma de decisiones de política económica congruentes y encaminadas hacia una permanente estabilidad de precios. Además, la coordinación entre las políticas monetaria y fiscal permitirá generar un entorno favorable para el crecimiento económico sostenido. Bajas tasas de interés y estabilidad cambiaria estimularán el ahorro, la inversión, el empleo y, en última instancia, mejorarán la distribución del ingreso y elevarán los niveles de bienestar social.

- **Delegar la Elaboración de los Indices de Precios a un Organismo Independiente del Banco de México**

Se propone una institución independiente del banco central como responsable de elaborar y publicar de manera oficial todos los índices de precios en la economía: al consumidor, al productor y cualquier otro que el público demande. La metodología para calcular los índices deberá revisarse de acuerdo con un calendario predeterminado. El público deberá tener acceso a la información asociada con su elaboración en un contexto de legalidad.

La elaboración independiente de índices de precios incrementará la credibilidad y la transparencia de la política monetaria. La medida elimina los posibles conflictos de interés surgidos cuando una institución mide su desempeño de acuerdo con un parámetro elaborado por ésta. Además, el público podrá disponer de mayor información para la toma de decisiones.

- **Asegurar la Permanencia de un Régimen de Tipo de Cambio Flexible**

Para operar de manera eficiente, los mercados requieren de la libre determinación de sus precios. El cambiario no debe ser la excepción. Se propone adoptar por mandato constitucional un régimen de tipo de cambio flexible permanentemente. Se debe eliminar la Comisión de Cambios y prohibir a cualquier otra institución intervenir en este mercado. El gobierno, como otro agente en la economía, deberá intercambiar sus recursos denominados en moneda extranjera mediante el mercado nacional.

El ancla nominal para la estabilidad de precios debe ser la inflación esperada y no el tipo de cambio. El régimen cambiario flexible sirve para absorber choques y mejorar el funcionamiento del resto de los mercados. Por ello, el asegurar la permanencia de un régimen cambiario de este tipo incrementa la credibilidad de la política monetaria. Además impide que la paridad sea objeto de distorsiones artificiales derivadas de decisiones económicas o políticas.

- **Establecer una Tasa de Interés de Referencia como Instrumento de Política Monetaria**

El Banco de México debe contar con instrumentos efectivos de política monetaria. Se propone sustituir el "corto" por una tasa de interés de referencia como sucede en otros países. Esta deberá determinarse en función de una fórmula o regla monetaria la cual refleje el mandato constitucional del banco central, donde las desviaciones en los incrementos de precios deberán tener una alta ponderación. Otros objetivos, como el crecimiento económico o el tipo de cambio, tendrán una ponderación mínima o nula. La modificación en la política monetaria mediante la tasa de referencia deberá realizarse por decisión de la Junta de Gobierno del Banco de México de acuerdo con un calendario preestablecido y de conocimiento público.

La tasa de interés de referencia facilitará a los agentes económicos el interpretar las decisiones y postura del banco central e incrementará la certidumbre sobre la aplicación de la política monetaria. También permitirá, trasladar de manera eficiente y casi automática las decisiones de la Junta de Gobierno sobre la curva de las tasas de interés y será efectiva para modificar las expectativas de inflación. Además, la existencia de una regla monetaria elimina la discrecionalidad y asegura la constancia en la toma de decisiones en función de un sólo objetivo: la estabilidad del nivel general de los precios.

- **Aumentar la Transparencia en la Aplicación de la Política Monetaria para Acrecentar su Eficacia y Credibilidad**

Las decisiones de las autoridades deben ser transparentes. Se propone la publicación obligatoria de las minutas de la Junta de Gobierno del Banco de México referentes a las decisiones de política monetaria. Estas deberán seguir un calendario predeterminado y contener un informe detallado de las razones por las cuales modifica, o deja sin cambio, sus instrumentos de política, así como ofrecer una visión a futuro del comportamiento de los precios.

Por otra parte, se propone que el Banco de México proporcione de manera regular pronósticos de inflación con vista a 12 y 24 meses y haga del conocimiento público los modelos utilizados. A fin de concentrar esfuerzos hacia el entendimiento y el combate de la inflación es recomendable que los informes y publicaciones del Banco de México dejen a un lado temas ajenos a este aspecto.

Una mayor transparencia en la aplicación de la política monetaria permitirá elevar la eficacia de la política monetaria y mejorar la disponibilidad de información para la toma de decisiones de los agentes económicos. La comunicación ágil entre la autoridad y el público en general facilitará la rendición de cuentas y fortalecerá los incentivos del banco central para concentrar sus recursos en el cumplimiento de su mandato.

- **Robustecer la Rendición de Cuentas del Banco de México en el Cumplimiento de la Meta Inflacionaria**

Los servidores públicos deben ser plenamente responsables del cumplimiento de la meta inflacionaria. El marco normativo deberá indicar a las autoridades monetarias y fiscales los pasos a seguir para informar a la población cuando exista el riesgo

de un incremento anual de los precios por arriba de la meta. Por ejemplo, la Junta de Gobierno del Banco de México deberá estar obligada a hacer pública su estrategia de combate a la inflación, señalar el tiempo para lograrlo y los resultados esperados.

Por otra parte, se deberá considerar la estricta aplicación de sanciones cuando no se logren los objetivos planteados. Por ejemplo, el Senado podría amonestar públicamente a los miembros de la Junta de Gobierno. Además, la reelección de cualquier miembro de esta Junta deberá ser considerada a la luz de su desempeño y aportación para el cumplimiento de las metas inflacionarias.

La rendición de cuentas ofrece incentivos para que los responsables de la estrategia monetaria centren sus esfuerzos y recursos disponibles en la consecución de un objetivo claro. Además, incrementa y fortalece la confianza y efectividad de la política monetaria. La aplicación estricta de sanciones a los funcionarios públicos por el incumplimiento de sus objetivos asegura la coordinación entre los diferentes ordenes de gobierno dentro de un marco de responsabilidades compartidas.

Conclusiones

Existe un amplio consenso sobre los efectos negativos de la inflación en el desempeño económico. En la última década del siglo pasado, decenas de países aplicaron medidas innovadoras para alcanzar la estabilidad en el nivel general de los precios. Si bien no existe una fórmula o estrategia única para lograr una inflación permanentemente baja, la experiencia internacional pone de manifiesto la importancia de disponer de un marco institucional adecuado.

México ha logrado importantes avances en el control de la inflación. No obstante, se encuentra lejos de igualar los logros de otros países. Sería un error grave no fortalecer el combate a la inflación atribuyendo su resistencia a la baja a factores como la volatilidad cambiaria, la política fiscal, rigidez del mercado laboral o cambios climáticos. En economías con estabilidad de precios, la autoridad monetaria experimenta presiones similares a las del Banco de México y de todas formas cumplen las metas planteadas. En dichas economías, la función primordial de la política monetaria ha sido lograr los objetivos de inflación propuestos.

Lo sucedido de otros países demuestra que no hay elementos particulares para justificar la inestabilidad de precios. El éxito obtenido ha radicado en las distintas estrategias utilizadas. En México, una inflación permanentemente baja no se ha logrado consolidar. Además, no se cuenta con una herramienta de política monetaria eficiente y los arreglos institucionales con los cuales opera el Banco de México son deficientes y limitan su credibilidad. Bajo este contexto, existe el riesgo de regresar a inflaciones más elevadas.

Nuestras propuestas están orientadas a eliminar las deficiencias y a establecer los mecanismos y arreglos institucionales necesarios para asegurar la estabilidad en el nivel general de los precios. A partir de la experiencia internacional se propone consolidar un objetivo de inflación permanentemente baja y la utilización de una tasa de interés de referencia bajo un entorno institucional de mayor transparencia y rendición de cuentas.

Bibliografía

Andersen, P. y D. Gruen (1995), "Macroeconomic Policies and Growth", *Research Discussion Paper*, 9507, Banco de la Reserva de Australia, octubre.

Andrés, J. e I. Hernando (1997), "Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence for the OECD", *Working Paper Series,* 6062, NBER, junio.

Archer, D. J. (2000), "Inflation Targeting in New Zealand", presentación en el *Seminario de Objetivos de Inflación*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., 20 y 21 de marzo.

Banco de México (1998), "Exposición Sobre Política Monetaria para 1998", enero.

Barro, R. J. (1995), "Inflation and Economic Growth", *Working Paper Series,* 5326, NBER, octubre.

Easterly, W. y S. Fischer (1999), "Inflation and the Poor", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, abril.

Fischer, S. (1986), "Indexing, Inflation and Economic Policy", MIT Press, Cambridge, Mass.

Fischer, S. (1991), "Growth, Macroeconomics and Development", *Macroeconomics Annual*, 6, NBER, pp. 329-364.

Fischer, S. (1993), "The Role of Macroeconomics Factors in Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, pp. 485-512

Ghosh, A., y S. Phillips (1998), "Inflation, Disinflation and Growth", *Working Paper,* 98/68, mayo.

Longworth, D. (2002), "Inflation and the Macroeconomy: Changes from the 1980s to the 1990s", Banco de Canadá, primavera.

Lucas, R. E. (2000), "Inflation and Welfare", *Econometrica,* 68 (2), pp. 247-274.

Martínez, L. (1998), "El efecto de la inflación en la distribución del ingreso", *Documento de Investigación*, 9806, Banco de México, diciembre.

Minella, A. et al. (2002), "Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges", *Working Paper Series*, 53, Banco Central de Brasil, noviembre.

Sánchez, M. (2002), "The Need for Monetary Reform in Mexico", *Cato Journal*, 22 (2), pp. 373-393, otoño.

Sánchez, M., y N. Karp (2002), "Inflación, Política Monetaria y Unión Monetaria" en Miguel Sebastián ed., *Ensayos sobre Colombia y América Latina*, Servicio de Estudios BBVA.

Theil, H. (1979), "The Measurement of Inequality by Component of Income", *Economics Letters,* 2.

Estudios Económicos

Economista Principal
Manuel Sánchez González Tel. (5255) 5621-3660 manuel.sanchez@bbva.bancomer.com

Estudios Macroeconómicos y Políticos
Fernando González Cantú 5621-6310 f.gonzalez8@bbva.bancomer.com
David Aylett 5621-4748 dp.aylett@bbva.bancomer.com
Eduardo Torres Villanueva 5621-2493 e.torrres@bbva.bancomer.com

Sistema Financiero y Bancario
Nathaniel Karp 5621-7718 n.karp@bbva.bancomer.com
Fco. Javier Morales E. 5621-5567 fj.morales@bbva.bancomer.com
Jorge Chirino Campos 5621-6275 j.chirino@bbva.bancomer.com
Javier Amador Díaz 5621-4154 j.amador@bbva.bancomer.com

Estudios Sectoriales y Regionales
Eduardo Miguel Angel Millán Lozano 5621-4143 e.millan@bbva.bancomer.com
Alma G. Martínez Morales 5621-6243 ag.martinez2@bbva.bancomer.com

Economía Internacional y Propuestas a Autoridades
Carlos A. Herrera Gómez 5621-2486 carlos.herrera@bbva.bancomer.com
Octavio R. Gutiérrez Engelmann 5621-3095 o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Información y Apoyo a Negocios
Eligio San Juan Reyes 5621-4210 me.sanjuan@bbva.bancomer.com
Claudia Torres Gómez 5621-6235 ci.torres@bbva.bancomer.com
Leonardo Beltrán Rodríguez 5621-7694 leonardo.beltran@bbva.bancomer.com

Coordinador
Fernando Tamayo Noguera 5621-5994 fernando.tamayo@bbva.bancomer.com

Fax (5255) 5621-3297
5621-5823

Puede consultar este documento en:
http://www.bancomer.com/economica