

Criterios de evaluación de la política monetaria en México, 2001-2006

*Sergio Kurczyn Bañuelos*¹

Se presentan los que podrían ser los criterios de evaluación de la política monetaria en México, y se avanzan algunas consideraciones útiles para esa evaluación. Esta debe realizarse desde perspectivas muy diversas. Todas ellas difícilmente concluyentes, pero que en conjunto nos pueden dar una visión general de lo idóneo del comportamiento del banco central. El punto de partida es que la política monetaria es responsabilidad del Banco de México, que por ley, desde 1994 es autónomo en sus decisiones en ese ámbito y que comparte, de forma subordinada, la fijación de la política cambiaria.

La evaluación de la política monetaria, que es la tarea principal asignada al banco central, se justifica especialmente por el hecho de que goza de autonomía.² Dado que la junta de gobierno del banco central no es elegida de forma directa, hay consenso en la literatura académica y en general la de bancos centrales, de que debe ser mayor el escrutinio y la rendición de cuentas.³

En la primera parte la evaluación se realiza con base al cumplimiento de los objetivos, posteriormente se trata el tema de los costos asociados al logro de tales objetivos. En la tercera parte se considera si el contexto económico (diversos choques y la evolución de otras políticas económicas) resultó favorable. La cuarta y quinta parte se refieren a los instrumentos y enfoques adoptados por el banco central y la transparencia de la política monetaria. Una sexta parte es dedicada a

¹ Las opiniones vertidas aquí son estrictamente personales. Agradezco a mis colegas Joel Virgen y Brenda Jarillo su ayuda en la estimación econométrica de la regla de Taylor así como otros apoyos estadísticos.

² Kurczyn e Ibarlucea (2004: 164-174).

³ Kurczyn (2003).

considerar las evaluaciones que están implícitas en los mercados (el desarrollo del mercado de deuda y el traspaso cambiario) y en las instituciones y opinión pública (gobierno federal, Congreso, partidos políticos). Finalmente se presentan algunas conclusiones.

A) Evaluación de objetivos y acciones

Cumplimiento de los objetivos

Un primer criterio se refiere al cumplimiento de sus objetivos. Estos son de dos tipos, los establecidos por las leyes y los establecidos, en el caso de México, por el propio banco central. Entre los primeros, la Constitución y la Ley del Banco de México se refieren a la estabilidad de la moneda, la del sistema financiero y del sistema de pagos. Nos vamos a referir sobre todo a la política monetaria, ligada al primer objetivo.

La constitución y la Ley del Banco de México señalan que Banxico debe mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, lo que la Ley traduce como la estabilidad del nivel de precios. Aquí dejamos de lado un tema de discusión sobre si tales leyes son las adecuadas, por ejemplo al no privilegiar también la consecución de algún objetivo de crecimiento de la producción y el empleo.⁴ Ello sin embargo no implica no evaluar los costos en crecimiento y empleo en que se puede incurrir al buscar lograr los objetivos de inflación.

Las leyes no definen un criterio cuantitativo sobre la estabilidad de precios o la inflación “baja”. Tampoco establece un procedimiento para su definición. En la práctica, entre el año de aplicación de la ley que determina la autonomía del banco central, abril de 1994 y el 2000, había una situación ambigua entre el gobierno federal y el banco central sobre quién determinaba lo que era una inflación “baja” o “a la baja” año por año. A ello se acompañaba de forma muy general una idea de lo que se definía y buscaba en el mediano y largo plazo como inflación baja.

Un objetivo de precios cambiante y endógeno

El banco central ya en esta década, en la práctica, pareció expresar su objetivo anual de inflación como una definición propia y cada vez más ajena a cualquier acuerdo previo con el gobierno federal o con el Congreso. Estos últimos sin embar-

⁴ El diseño institucional del banco central no es discutido aquí. Esto es, no evaluamos si lo que establecen las leyes es lo adecuado, en términos de otorgarle autonomía, o de las características inscritas ligadas a la rendición de cuentas, etc.

go los asumían implícitamente al incorporarlos en los *Criterios Generales de Política Económica*; éstos son propuestos por el gobierno federal cada año y aprobados por el Congreso como marco de referencia del programa fiscal. Dejamos de lado aquí el calificar como adecuado o no tal iniciativa propia por parte del banco central.

La literatura académica y de los bancos centrales no es concluyente sobre quién debe fijar los objetivos más precisos para un banco central. Aunque es claro que se debilita la importancia de evaluar el cumplimiento de objetivos cuando es el propio evaluado el que las fija: la fijación anual de objetivos pueden en realidad depender de los resultados alcanzados el año previo. Un caso patente fue la fijación de objetivos para 1995 o 1999, en que las metas se establecieron al alza respecto de las fijadas para el año anterior, debido al incumplimiento previo. O como ocurrió en el periodo analizado: los objetivos, los cuales no cambian ya a partir del 2003, fueron fijados por encima de los previstos para el mediano y largo plazo en los primeros años de la autonomía.

Banxico fijó en esta década diversos objetivos anuales de inflación sobre el índice general. Y a partir del 2003 decidió fijar el mismo objetivo para el corto, mediano y largo plazo, en 3%. Con ello modificó, al alza, lo que el propio banco había definido a mediados de los 90 como objetivos de mediano y largo plazo.⁵ No obstante, al observar otros bancos centrales de países en desarrollo, la definición de Banxico dista de contrastar. Para una muestra de países que han adoptado el enfoque de metas de inflación y que se encuentran ya en un periodo en que su inflación ya ha tendido a converger hacia sus objetivos de largo plazo, se encuentra que el promedio para 8 países desarrollados es de 2.2% y para otros 8 países en desarrollo, 3%.⁶

El cumplimiento de las metas fijadas por Banxico

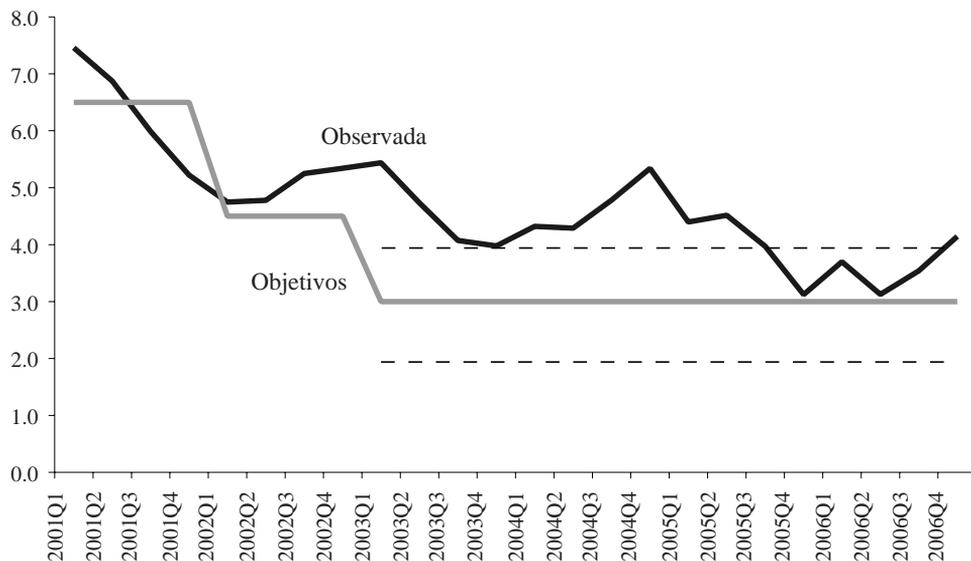
Entre el 2001 y el 2006 el banco central en general no cumplió con sus objetivos puntuales. La inflación se ubicó en la mayoría de los años por arriba (gráfica 1). Ahora bien, a partir del 2003 junto con el objetivo puntual se estableció un rango de más menos un punto porcentual sobre el 3%. Es claro que entre el 2003 y el 2006 no sólo no hay una tendencia de la inflación a converger hacia el 3%, sino que en la mayoría de las ocasiones la inflación general también se encuentra por encima del

⁵ Al inicio de la autonomía, en el periodo 1994-98 Banxico definió los objetivos de largo plazo como de "0 a 3%" (Banco de México, 1994: 54), mientras que entre 1999 y 2002 los definió como de "convergencia con los principales socios comerciales" (Banco de México, 1999: 91) lo que implicaba, dadas las inflaciones de EUA, Canadá o Europa, una inflación menor a 3%.

⁶ Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007: 31).

rango de variación. Hay que añadir que el alejamiento respecto de la meta no es elevado. Conclusión: Banxico no ha cumplido con sus propios objetivos, pero no por mucho.

Gráfica 1
Inflación: objetivos y observada
%



Fuente: Banco de México.

El cumplimiento de la meta establecida por la ley

Una pregunta un tanto diferente es ¿cumple con el objetivo de estabilidad de precios marcado por la ley (independientemente de si cumple con sus propios objetivos)? El problema es que no tenemos como definir la estabilidad, aparte de un caso extremo de un índice de precios constante (cero inflación), lo que es hoy en día irrelevante en la discusión. La ocurrencia de Alan Greenspan de definir la estabilidad de precios como aquel nivel de inflación en que los agentes económicos no lo toman en cuenta para tomar sus decisiones es muy ambiguo. Otra forma, arbitraria también, podría ser el de una inflación similar o menor que la que prevalece en otros países o, para recuperar una definición de Banxico de los 90 (ya abandonada), similar a la de sus principales socios comerciales.

Para el periodo 2001-06 consideramos lo que el Fondo Monetario Internacional (en su sitio de Internet, la base de datos del *World Economic Outlook* de abril del 2007) calcula como la inflación mundial (la cual está ponderada por el tamaño de las economías), 3.7% anual, recordando que para México fue de 4.7%. Por supuesto que podría decirse que no tiene sentido comparar a México con el mundo pues éste incluye a los países desarrollados, con mayor tradición de estabilidad de precios. Efectivamente, por regiones, la inflación en México es mayor que las áreas desarrolladas (EUA, Europa, Japón) así como en general que en Asia. Pero ha sido menor que en Europa central, Africa, Oriente Medio o América Latina.

Podemos ser aún más específicos. De los 179 países con que se cuenta con información de inflación para el periodo, el promedio (la mediana) de inflación anual fue de 4.2%. De hecho, México se colocó en el lugar 97 (en orden de menor a mayor inflación). Dentro de los 32 países de América Latina, la mediana, 5.2%, es mayor que la de México. Se colocó en el lugar 15 de los 32.

Por tanto, la inflación en México es mayor que en el promedio mundial, que en la de los socios comerciales (EUA, Europa, Japón, China), más o menos se ubica en un sitio intermedio en América Latina (mediana) y respecto al conjunto (sin ponderar) de los 179 países del mundo, y es menor que los promedios ponderados de la mayoría de regiones de países en desarrollo exceptuando a Asia.

Para el periodo en que Banxico ya estableció los objetivos de corto y largo plazo constantes en 3% (periodo 2003-06), el promedio de la inflación en México ha sido de 4.2%, el cual es ligeramente mayor que la mediana de los 179 países (sin ponderar) para ese periodo de 4%, así como del mundo (ponderado), de 3.7%. Más o menos se repiten las demás relaciones ya mencionadas en términos de regiones del mundo y socios comerciales.

Aunque es difícil concluir con claridad, podría decirse que no hay evidencia de que la inflación en México se comporte de mejor manera que en buena parte de otros países del mundo, los cuales, por supuesto también tiene múltiples problemas estructurales.

Expectativa de cumplimiento futuro de la meta fijada por Banxico

Un complemento a la evaluación del grado de cumplimiento de los objetivos de inflación pasados, aunque más débil, es prever si se considera que Banxico va a lograr su objetivo en el futuro cercano y lejano. Tal evaluación es importante, pues tal relevancia no depende completamente de que el indicador de expectativas sea un buen indicio de la inflación futura efectiva. Es conocida la importancia de las expectativas de inflación sobre el futuro en la determinación de la propia inflación

presente. Por tanto, lo que se llama componente inercial de la inflación se debe al menos en parte a las expectativas. Además, aunque no lo desarrollaremos aquí, el enfoque denominado “metas de inflación” que es el que Banxico adoptó formalmente en el 2001, puede argumentarse que su meta intermedia debe ser las expectativas de inflación.

Ante la ausencia de encuestas sobre lo que la gente prevé será la inflación, una variable aproximada son las encuestas de analistas de instituciones del sector privado (Infosel, Banco de México, Latin Focus Consensus Forecast, Latin American Consensus Forecast). En las mismas, la inflación esperada para los siguientes años (2008-2010 e incluso 2010-15) no se ubica en 3%. Aunque siempre es menor a 3.6%.

De hecho tengo la impresión que la mayoría de los analistas que participan en esas encuestas llegaron desde hace un par de años a dos conclusiones: Banxico no persigue la meta de 3% sino de menos de 4%, y la segunda, Banxico no persigue ese comportamiento para la inflación general sino para la subyacente. Ello fue valioso para la claridad de los pronósticos, pues de haber seguido el discurso más explícito, se hubieran sobre estimado fácilmente las tasas de interés inducidas por Banxico.

Por supuesto, admito que muchas personas podrían decir, ¡pues qué bueno que Banxico no cumple con una interpretación rígida y ortodoxa de la ley! Pero no es el objeto de este artículo discutir el marco institucional en que se ubica la política monetaria o una tipología y sus efectos de lo que sería un “estabilidad de precios”, o en el otro extremo, una “peligrosamente alta”. Menos aún discutir el punto de vista de que “un poco” de inflación (¿4% o 5%?, o de más actualidad, ¿10% a 20% como Venezuela y Argentina?) es positiva para el crecimiento.

B) Costos de los logros en inflación

Es recurrente escuchar que la estabilidad de precios es una condición necesaria pero no suficiente para el crecimiento. Algo diferente es saber si el objetivo de estabilidad de precios ha sido negativo para el crecimiento y/o para su variabilidad; ello independientemente que hasta ahora ya se mostró que no se lograron en varios años los objetivos de inflaciones de 3%. Dado lo complejo de concluir sobre lo anterior, se aborda el tema de varias formas. Estas están centradas en dilucidar si el principal método del banco central, la fijación de la tasa de interés o al menos su impulso en una dirección u otra (es el caso del instrumento llamado “corto”), ha sido utilizada de forma correcta. Si bajo algún criterio, se evalúa que ha sido “demasiado” elevada por ejemplo, podríamos concluir entonces que el banco central

pone un celo demasiado grande en su objetivo explícito único, el la estabilidad de precios, y es insensible a los costos que ello tiene en crecimiento.

Cabe subrayar que en nuestro enfoque, que es el convencional, el crecimiento no se determina por la política monetaria. No puede haber un objetivo de crecimiento de largo plazo para un banco central (independientemente de lo que diga la ley) mientras que sí puede haber uno de inflación. No obstante, en el corto plazo la política monetaria sí puede preocuparse más o menos de que el PIB crezca cerca de su tasa normal o de largo plazo (la cual está determinada por variables ajenas al banco central) en relación a lo que se preocupa porque la inflación esté más o menos cerca de su objetivo.

El efecto de 1 pp de la tasa en el PIB en México y otros países

Cabe notar que aún si concluyéramos que la tasa de interés, por ejemplo, ha sido “demasiado alta”, faltaría discutir qué tanto afecta al crecimiento. Esto es, deberíamos tener una idea del impacto de la tasa de interés en el producto. Creo que Banco de México nunca ha publicado su visión del mecanismo de transmisión de la política monetaria en México y en particular de algunos rangos cuantitativos de cuánto cree que afecta un punto porcentual de alza, por ejemplo, de la tasa de interés en el crecimiento. El tema dista de ser fácil, sobre todo con la gran inestabilidad financiera que ha caracterizado a la evolución de la economía mexicana y que dificulta encontrar patrones regulares que permitan aislar el efecto de la tasa de interés (o el del tipo de cambio).

Sin embargo, Banxico contestó una encuesta muy precisa del banco central de Chile en febrero-marzo del 2001 respecto al efecto de la tasa de interés en el crecimiento del PIB.⁷ Otros bancos centrales de 19 países, los cuales como México habían adoptado el enfoque de metas de inflación, también lo hicieron. Las respuestas de Banxico son sorprendentes. Considera que la política monetaria en México es mucho más eficiente y con menores costos que en otros países. El impacto de un punto porcentual (pp) de la tasa de interés en México tendría un efecto acumulado máximo de 0.5 pp en el crecimiento y de 1 pp en la inflación en un plazo muy corto: 50% del efecto en el PIB se vería en un solo trimestre y en la inflación en dos. La mediana de estos efectos en la muestra de 19 países es de 0.25 pp, 0.14 pp; y para los casos de los rezagos, 2 y 3.5 trimestres respectivamente.

Es sorprendente el impacto estimado de un aumento de la tasa de interés por Banxico en el PIB por dos razones: porque durante siete años (1995-2001) la

⁷ Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

profundidad financiera en México estuvo descendiendo (y se supone que a mayor profundidad financiera el impacto de un movimiento al alza en la tasa de interés es mayor); y porque el efecto de la tasa sobre el producto, a través del tipo de cambio, dista de ser clara, y por tanto menos aún, muy fuerte y con el signo adecuado (aumento de tasa implicando una apreciación que a su vez implicaría menor crecimiento). Además el impacto sobre la inflación también sorprende, pues la credibilidad en el Banco de México durante todos los años previos al 2001 era relativamente débil, por lo que el canal directo de las expectativas sobre la inflación difícilmente sería importante (de tal manera de que pudiera creerse que un aumento en la tasa de interés, en tanto señal, llevaría a los agentes económicos a anclar sus expectativas de precios).

Independientemente de lo poco convincente de los resultados citados, la encuesta referida sirve como referencia para ilustrar lo que pueden significar los costos de corto plazo de una política monetaria (en todo este artículo, por otro lado, se asume implícitamente la importancia de que la inflación esté controlada).

Tres ejercicios que emprendimos para discutir qué tan elevada ha sido la tasa de interés en México fueron los de una comparación internacional, la evaluación del tipo de cambio real, y el de la regla de Taylor.

Comparación internacional de tasas, PIB e inflación

En el primero, tomamos una muestra de 39 países (29 en desarrollo y 10 desarrollados) para el periodo analizado (2001-06), y comparamos las variables de tasas de interés real, inflación y PIB. El resultado es que la tasa de interés real *ex-post* en México es superior a la mediana (3.1% vs 2.4%), aunque no por mucho en el caso de la sub-muestra de países en desarrollo (2.8%).

Al comparar la inflación y el crecimiento, se observa que la inflación en México es superior y el crecimiento inferior.⁸ Lo primero ayuda a explicar por qué la tasa de interés real en México es superior (el banco central debió ser más restrictivo que lo necesario en otros países), mientras que lo segundo señala que debió ser menor.⁹

⁸ La mediana de la inflación promedio anual es 2.7% para toda la muestra, y 4.1% para los países en desarrollo; ambas inferiores al 4.7% de México. El crecimiento promedio anual del PIB real resultó de 3.4% para el total de la muestra y de 3.9% para los países en desarrollo, superior al bajo 2.3% de México. Para el caso del promedio mundial de los datos para 179 países considerados por el FMI, el promedio de crecimiento del PIB del periodo es 4.2% (ponderado) y México ocupa el lugar 147 del total de países (ordenados de mayor a menor crecimiento). Como no se cuenta con información de tasas de interés, por ello se consideró sólo una muestra de 39 países.

⁹ Ya sea porque se considere que el PIB del periodo se asemeja al potencial (esperamos que no sea el caso de México en este periodo, pero ese es otro tema) o porque el potencial se ubique por arriba y por tanto la tasa de interés debiera ser menor también (para enfrentar esa brecha o *gap* de PIB).

Mecánicamente, cabe notar que la diferencia de México con la mediana de toda la muestra en la inflación es de 2 pp. Y la de PIB es de 1.1 puntos porcentuales. La diferencia entre ambas cifras es mayor que la diferencia en las tasas reales ($0.7 \text{ pp} < [2 - 1.1]$). Podría entonces decirse que las tasas reales fueron mayores en México porque las presiones inflacionarias fueron mayores relativamente a lo que lo fue la debilidad del PIB.

En el caso de la sub-muestra de países en desarrollo, la conclusión de la simple comparación, es diferente. La diferencia entre México y los países en desarrollo en la inflación (0.5 pp), menos la diferencia con la del crecimiento del PIB (1.6 pp), no justificaría las ligeramente mayores tasas reales, 0.3 pp (pues $0.3 \text{ pp} > [0.6 - 1.5]$), y sugiere más bien que en México éstas debieron ser bastante menores.

Así, y con fines ilustrativos exclusivamente, si la tasa de interés real en México hubiera sido medio punto porcentual menor que lo que fue, el crecimiento habría sido en el periodo (de acuerdo a la respuesta de Banxico a la encuesta del banco central de Chile) 0.25% mayor, o sea, en lugar de un crecimiento anual promedio de 2.3%, hubiera sido de 2.55%. O, como sería quizá más realista, si tomamos más bien como referencia la mediana de las respuestas de la encuesta citada para 19 países, el costo habría sido de 0.125 pp y el crecimiento hubiera sido de 2.38%.

No obstante, ello supondría que fuera uno a uno y simétrica la relación entre la tasa de interés y el PIB y la inflación, en puntos porcentuales. Como veremos al discutir la regla de Taylor, la prescripción es que la tasa de interés reaccione con mayor fuerza frente a las presiones inflacionarias que frente a la debilidad relativa del PIB.

Tasa de interés, paridad real y crecimiento

En relación al tipo de cambio, cabe subrayar que la política cambiaria está determinada en última instancia por los tres miembros del gobierno federal que se encuentran en el organismo encargado de fijarla que es la Comisión de Cambios, mientras que Banxico participa con dos miembros. El régimen cambiario actual, y desde fines de diciembre de 1994, es de flotación. El tema en nuestra evaluación de la política monetaria es considerar si el tipo de cambio no se “sobrevaluó” debido a la política monetaria. O más precisamente, si la tasa de interés relativamente elevada de México no coadyuvó a tener un tipo de cambio “demasiado” fuerte, al hacer más atractivas las inversiones financieras.

El razonamiento anterior requiere de varias calificaciones sin embargo. Primero, observar que el tipo de cambio está muy fuerte, para al menos poder

deducir que una tasa de interés real alta podría explicar al menos en parte tal nivel. Además, aunque pueda parecer obvio a primera vista, habría que aceptar que un tipo de cambio más apreciado tiene efectos inhibidores en el crecimiento del PIB. Esto último, que es esencial para la relevancia de la evaluación misma del nivel de tasa de interés en su efecto sobre el crecimiento (además del mecanismo de transmisión usual de la política monetaria, a través del impacto de la tasa de interés en la demanda).

El problema es que no es evidente que una apreciación de la moneda sea contraccionista y una depreciación, expansionista. Por supuesto que sí lo es en términos de la balanza comercial (una depreciación impulsa las exportaciones e inhibe las importaciones). Pero quizá la historia de las depreciaciones en países en desarrollo y en México en particular ha significado que el efecto en la balanza comercial positivo de una depreciación se vea compensado (o más que compensado) por sus impactos en los balances (activos y deudas en divisas) de las empresas y el gobierno (los cuales tenido una alta exposición a las depreciaciones).

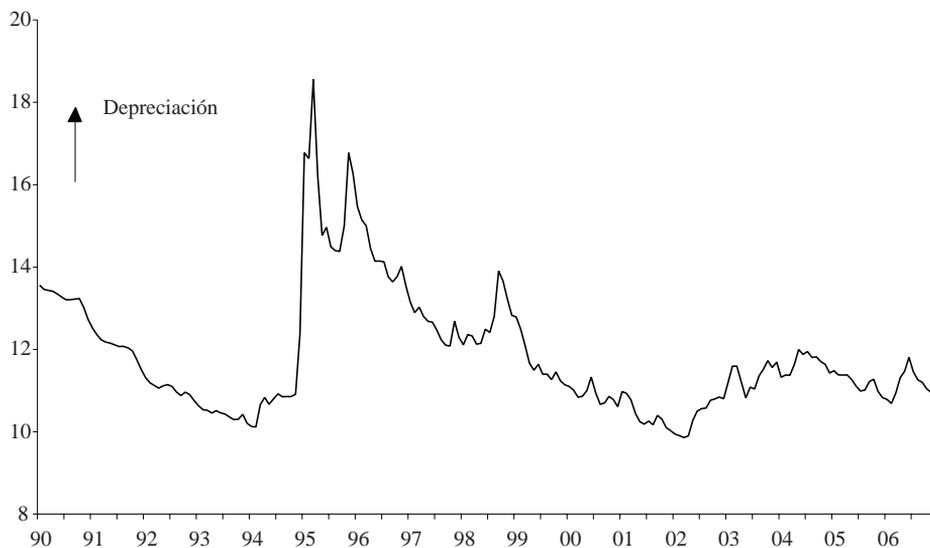
El banco central no parece tener una posición definida sobre la importancia del impacto de la paridad e incluso sobre la dirección del impacto. En un recuadro dentro de un Informe sobre la Inflación, se señala que un aumento de las tasas de interés conduce a una revaluación cambiaria, “mitigándose las presiones de la demanda agregada” (Banxico, 2000: 40). En contraste, en otro documento se señala que “los movimientos del tipo de cambio real afectan el crecimiento de la demanda agregada [...]. Sin embargo, ni la teoría ni la evidencia son concluyentes respecto de sus consecuencias expansionistas o contraccionistas.” (Banxico, 2001: 65)

En medio de esa incertidumbre mantenemos sin embargo cierta convicción de que hoy en día en muchos países en desarrollo, incluyendo a México, ha disminuido la vulnerabilidad de los balances de las empresas y el gobierno a una depreciación. No sólo porque la proporción de deuda externa es menor sino porque el uso de derivados es más extensivo (éste mercado se desarrolló mucho en el país en los últimos años) y, en el caso del gobierno, por el monto ascendente de reservas internacionales. Por lo mismo, crecientemente la evidencia empírica será más fuerte hacia un sentido de la depreciación sobre el crecimiento, más en línea con los libros de texto.

El tipo de cambio real bilateral México-EUA (la paridad nominal ajustada por los diferenciales de inflación México-EUA) se ubicó en el periodo de estudio, 2001-06 en 11 pesos por dólar, más fuerte que el promedio 1990-00, 12.3 pesos por dólar (las cifras son directamente comparables, pues se trata de un índice de tipo de cambio real cuya base es el tipo de cambio de diciembre del 2006). El problema es que claramente, en términos de divisas, ha habido un creciente flujo proveniente del petróleo y de remesas en los últimos años. Por supuesto, que la conclusión de que las

tasas reales han sido relativamente elevadas en México significa que con tasas menos elevadas el peso sería más débil. Aunque no lo podemos precisar, intuimos que el flujo de divisas asociado a las remesas y el petróleo ha sido extremadamente fuerte y explica en su mayor parte la fortaleza relativa de la paridad.

Gráfica 2
Tipo de cambio real
índice diciembre 2006=10.9 pesos por dólar



Fuente: Banco de México y Departamento del Trabajo de EUA.

Regla de Taylor

Por último, en términos de la evaluación del nivel de tasa de interés y por tanto, del grado de restrictividad de la política monetaria, realizamos un ejercicio en términos de la regla de Taylor.

La regla de Taylor es una referencia muy conocida de evaluación de la política monetaria. Es en parte una respuesta a la vieja discusión de reglas contra discrecionalidad que tomó impulso en los años 70. Tal regla implica que un banco central debe subir (bajar) la tasa de interés si la inflación se ubica por encima (debajo) de la meta. Igualmente, un banco central debe subir (bajar) la tasa de interés si el crecimiento del PIB se encuentra por arriba (abajo) de su potencial.

Dos grandes formas complementarias de utilizar la regla de Taylor con fines normativos son, por un lado, estimar los parámetros de la ecuación de Taylor, y comparar la relación de coeficientes (la de la brecha de inflación respecto a la del PIB) respecto a alguna muestra de países o algún criterio normativo. J. Taylor ha propuesto que sea de 1.5 a 0.5: la respuesta del banco central a una brecha de inflación debería ser tres veces superior a la reacción ante la brecha del PIB.

Dos de los problemas de los ejercicios citados son: a) debe contarse con una referencia de parámetros para comparar; b) en la estimación de la regla de Taylor debe considerarse que por diversas razones, los bancos centrales tienden a ser gradualistas en sus movimientos de tasa de interés. Esto es, si por ejemplo su tasa de interés es 6% y concluyen que la adecuada es 8%, difícilmente van a modificarla de un nivel a otro en un solo movimiento. Más bien, a lo largo de varios meses y varios movimientos, llevarán la tasa poco a poco de un nivel a otro. En términos de la ecuación de Taylor, implica introducir un elemento auto-regresivo: la tasa de interés del periodo previo es un determinante de la tasa actual.

Realizamos los dos ejercicios para México. En el primero, ajustamos una ecuación tipo Taylor:

$$i^* = \beta_0 + \beta_1 \pi^* + \beta_2 (\pi^e - \pi^*) + \beta_3 (y - y^*)$$

Donde:

i^* es la tasa de interés nominal.

π^* es la inflación objetivo.

π^e es la inflación esperada.

y es el PIB corriente.

y^* es el PIB potencial.

Además, consideramos el gradualismo de los bancos centrales de la siguiente manera:

$$i_t = (1 - p)i_t^* + pi_{t-1} + v_t$$

Considerando ambas ecuaciones estimamos la siguiente ecuación con los resultados:

$$i_t = (1 - 0.83) * [(2.3 + 0.64\pi_t^* + 3.02(\pi_{t+12}^e - \pi_{t+12}^*) + 1.05(y_t - y_t^*)) + 0.83 i_{t-1} + e_t$$

Cabe señalar que para el PIB potencial utilizamos el filtro Hodrick Prescott sobre el IGAE (proxy mensual del PIB), y para la expectativa de inflación decidimos utilizar la encuesta de Infosel sobre la inflación a doce meses. El periodo de estimación fue de octubre de 1998 a marzo del 2007.¹⁰ A primera vista la relación de los parámetros del *gap* de inflación y de PIB son congruentes con una relación de 3 a 1 como lo habíamos mencionado. Implica que no encontramos evidencia, vía este método, de que el banco central hubiera desarrollado una política monetaria “demasiado” restrictiva.

C) ¿El contexto ayudó a la política monetaria?

Como se sabe, la inflación no depende sólo de lo que haga un banco central, sino del contexto macroeconómico y de otras políticas económicas. En el periodo analizado podemos afirmar que fue favorable para los fines del banco central, sobre todo cuando se le compara con periodos previos de la economía mexicana.

Durante 2001-06 tuvimos un periodo de gran debilidad del crecimiento. El 2.3% promedio anual es más bajo que el de la década previa e incluso que el conjunto de los últimos 25 años, que fue de sólo 2.5%. Podría argumentarse que estuvo por debajo del PIB potencial, en que hay cierto consenso para ubicarlo entre 2.5% y 4%. Un crecimiento débil significa pocas presiones inflacionarias que pueden provenir de la demanda. Tampoco hubo alguna crisis financiera; tomando como medida aproximada de choques o eventos negativos la variabilidad cambiaria, el periodo analizado es el más estable desde principios de los 70. Por otro lado, las finanzas públicas tampoco fueron fuente de inestabilidad, pues tanto en déficit como la deuda pública disminuyeron durante ese periodo y en comparación a los años previos. Dada la baja penetración del crédito bancario, tampoco es plausible considerar que hubo un desplazamiento (*crowding-out*) de la inversión del sector privado por el sector público que haya presionado a las tasas de interés (a pesar de que hubo conversión de deuda pública externa por interna). Sobre todo porque el ahorro financiero se mantuvo en ascenso. Además, la inflación importada disminuyó sensiblemente en el periodo.

El factor negativo preponderante en el periodo para el objetivo de inflación fue solamente el aumento de los precios internacionales de la energía en general, desde el 2002, y de otros *commodities* como los granos, en el 2006. En el primer caso, debido a la política fiscal, las presiones de la energía no se convirtie-

¹⁰ Los parámetros de interés son significativos al 90%. La R2 ajustada de la ecuación es 0.978. La prueba de autocorrelación de los residuales Breusch-Godfrey Serial Correlation LM y la Q' de Ljung & Box indican su ausencia. En Kurczyn, Virgen y Jarillo (2006) exponemos este tipo de estimación más extensamente.

ron en presiones inflacionarias directas (como ocurrió en EUA y otros países) sino que fueron amortiguadas en gran medida por una política de subsidios fiscales internos. El segundo factor sin embargo sí tuvo un efecto inflacionario importante, aunque sólo hasta la última parte del periodo analizado, en particular, en el segundo semestre del 2006. El aumento del precio del maíz y su impacto sobre el de la tortilla así como del azúcar. De hecho, en ambos casos se conjuntaron no sólo fenómenos internacionales sino otros ligados tanto a problemas climáticos como de manejo de las importaciones. Se podría decir también que un factor de inestabilidad de la inflación en México ha sido la gran variabilidad de los precios de los agropecuarios. No realizamos una comparación internacional respecto al impacto de los precios agropecuarios; sin embargo, cabe notar que, como ya se señaló, tampoco el componente subyacente de la inflación, que excluye los precios agropecuarios, tuvo una convergencia en el periodo hacia la meta de inflación de 3%.

Como lo muestran las cifras ya presentadas de inflación en la muestra de 39 países, y la más extensa de 179 países, en esta década se ha observado una disminución notable de la inflación en el mundo. La estabilidad financiera mundial también ha sido notable, así como la enorme liquidez internacional que se expresó en flujos de capital hacia mercados emergentes como el mexicano. En el 2002 las tres principales agencias de calificación de deuda otorgaban el grado de inversión a la deuda soberana de largo plazo en divisas. El *spread* que paga la deuda del gobierno en los mercados internacionales tuvo una declinación continua y alcanzó sus mínimos históricos. Todo ello constituye un entorno positivo para el logro de metas de inflación sobre todo por que, como ya se señaló, no condujo a un optimismo que se expresara en niveles de inversión o de consumo que condujera a presiones inflacionarias de demanda. Los salarios reales, que tuvieron aumentos significativos en el 2001-02, han mantenido un crecimiento moderado y no han sido identificados por el banco central como factor de presión inflacionaria.

D) Instrumentos y enfoques

Como ya hemos señalado, la complejidad de una evaluación de la política monetaria exige recurrir a múltiples aspectos de la misma. Complementariamente a la evaluación de los objetivos y el costo de lograrlos, es pertinente evaluar el enfoque o los enfoques del banco central para delinear e implementar la política monetaria.

Hasta antes de diciembre de 1994, la política monetaria estaba subordinada al sostenimiento de variantes del tipo de cambio fijo. Después de la crisis, se asumió un régimen de flotación del tipo de cambio. Sin embargo, la credibilidad

del banco central resultó muy dañada en la crisis. En los primeros meses de 1995 fue real la tentación de apelar a un consejo monetario como forma de enfrentar esa falta de credibilidad. En los primeros años posteriores a la crisis, la preocupación central era no permitir que la emisión de moneda no tuviera un fundamento en las reservas internacionales. De ahí que se controlara el crédito interno neto. De forma más general, el objetivo intermedio de la política monetaria entre 1995 y 1999 fue el de una meta de crecimiento de la base monetaria, la cual se explicitaba al inicio del año. La inestabilidad de la demanda de los agregados monetarios en el mundo y en México estuvo en la base de tal abandono.

La decisión de adoptar el enfoque de metas de inflación

A fines de la década y de forma más formal a principios de la presente, se asumió un nuevo enfoque, abandonando el objetivo intermedio de base monetaria. El enfoque de metas de inflación consiste en un compromiso del banco central con el logro directo de una meta específica de inflación, así como en el impulso de una fuerte transparencia y una sólida estrategia de comunicación. Este enfoque ha sido progresivamente adoptado por muchos países desde inicios de los 90, y actualmente son alrededor de 25 países los que lo han formalizado. Ha sido una forma en que los bancos centrales han enfrentado el problema del dilema entre reglas y discrecionalidad. Se le ha llegado a llamar por sus principales exponentes un enfoque de “discrecionalidad restringida”.

En los últimos quince años la inflación en el mundo tendió a bajar, incluido en los países latinoamericanos, que han sido especialmente vulnerables a fenómenos de elevada inflación o incluso de hiperinflación aún en la década de los 90. No ha sido tan fácil comprobar si los países que adoptaron este enfoque tuvieron un mejor desempeño que los que no lo hicieron o si hubo incluso un simple fenómeno consistente de causalidad inversa: los países que mayor compromiso tuvieron con la estabilidad de precios pudieron haber sido los que adoptaron el enfoque de metas de inflación.

Aquí adoptamos las conclusiones de la extensa investigación de Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007), que intentan controlar la endogeneidad mencionada. Ellos señalan que aunque la evidencia es débil de que en los países que adoptan este enfoque las expectativas de inflación caigan de forma inmediata hacia la meta de inflación, sí se encuentran resultados positivos (en relación a un grupo de países que no adoptaron el enfoque) en términos de menor persistencia inflacionaria, además de que las expectativas parecen mejor ancladas (son más inmunes a choques negativos).

E) Transparencia¹¹

Un poco antes del inicio del periodo aquí analizado, 2001-06, el banco central había comenzado a realizar avances notables en el proceso de volver más transparente la política monetaria. Había ya mayor, más oportuna y mejor información sobre variables claves de la política monetaria, se reportaban y explicaban las decisiones que implicaban un cambio en la política monetaria (los movimientos del “corto” u otras modificaciones de la regulación monetaria), se explicaban muchas de las complejidades de la política monetaria, se establecía el balance de los riesgos de las perspectivas y de las metas de la política del banco central. Todo ello se había realizado a través de la publicación de los reportes de investigación y algunas ponencias de miembros de la junta de gobierno, así como el programa de política monetaria, el informe semestral y anual, y los informes trimestrales sobre la inflación, así como comunicados de prensa.

Durante el periodo de análisis los elementos anteriores se mantuvieron e incluso se desarrollaron. En particular, ahora en los informes trimestrales, además del balance de riesgos, se mencionan pronósticos (ya sea rangos o valores puntuales) de algunas variables macroeconómicas (crecimiento del PIB, empleo, cuenta corriente) y de la propia inflación.

Sin embargo, persisten la gran mayoría de los problemas y retos que habíamos identificados hace cuatro años a propósito de la transparencia:

Ahora bien, todavía hay un camino por recorrer, parte del cual ha sido ya recorrido por algunos bancos centrales. Se refiere a la publicación de las minutas de las reuniones de la junta de gobierno, las votaciones individuales, los modelos y pronósticos utilizados, la publicación sistemática de los discursos de los miembros de la junta de gobierno, una política de comunicación más agresiva y ambiciosa, y el desarrollo de la explicación de temas claves de la política monetaria (Kurczyn: 2003).

Entre los temas en que ha habido poca explicación, están precisamente el del enfoque de las metas de inflación, el mecanismo de instrumentación de la política monetaria llamado “corto” así como el de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, que ya mencionamos.

Banxico es uno de los bancos centrales con mayor autonomía en la región latinoamericana y en el mundo, lo cual debe ir en relación directa con el grado de transparencia, por lo que debe profundizarla (Kurczyn e Ibarlucea, 2004: 174).

¹¹ Un desarrollo de estas ideas se encuentra en Kurczyn (2003).

En las comparaciones internacionales, la transparencia del Banco de México no ha resultado en un lugar destacado. En un estudio de 1999, sobre 92 países, México aparecía en el lugar 39 (con un ordenamiento de mayor transparencia a menor transparencia), mientras que en una evaluación del 2003, referido sólo a países que habían adoptado el esquema de metas de inflación, México aparecía como el menos transparente de los 19 países considerados (Schmidt-Hebbel y Tapia, 2004).

F) Evaluaciones implícitas en mercados e instituciones

La evaluación implícita en los mercados

El comportamiento de los mercados también nos puede indicar algo sobre la percepción existente sobre la percepción que se tiene del banco central en términos de credibilidad. Dejando de lado los niveles de la tasa de interés y el propio resultado inflacionario, ya analizados, aquí nos queremos centrar en dos indicadores.

Quizá uno de las expresiones más claras de la falta de credibilidad en el Banco de México y más en general en el conjunto de la política económica de parte de los participantes en los mercados financieros fue la inexistencia de un mercado de deuda desarrollado en moneda local. Al igual que en América Latina, hasta antes de esta década los gobiernos (incluido el de Chile) no podían emitir deuda que tuviera tres características simultáneas: largo plazo, tasa fija y en moneda local. Hasta la primera parte del 2000, el gobierno mexicano emitía deuda que combinaba sólo dos de esas tres características: era deuda a largo plazo y en moneda local, pero indexada a la inflación (udibonos) o de tasa variable (Bondes). Progresivamente, las emisiones en moneda local y tasa fija fueron extendiendo sus plazos progresivamente, y en el 2006 se emitió incluso ya a un plazo a 30 años. Esto es sin duda un signo de confianza de los mercados en la estabilidad de largo plazo, y expresa por lo mismo un voto de confianza en la actuación del banco central. Cabe notar, por otro lado, que otros países también alcanzaron este logro, incluso en América Latina (una región tradicionalmente de alta inflación y fiscalmente inestable), como ha sido Chile, Brasil y Colombia.

El segundo elemento a considerar es el relativo al traspaso o *pass-through* de los choques cambiarios en la inflación de corto plazo. Se supone que mientras mayor es la credibilidad del banco central, una depreciación tendrá un menor impacto en la inflación. Para esta década evaluaciones propias me llevan a concluir que una depreciación de 1 punto porcentual en el tipo de cambio conlleva a un impacto de precios entre 3 meses y un año de 0.04 puntos porcentuales a 0.10 puntos porcentuales. Ello se compara muy favorablemente con las estimaciones del periodo previo.

Por ejemplo, estimaciones para el periodo 1996-00 de J. Santaella muestran que el traspaso en 6 y 12 meses era de 0.21 y 0.42. (2002: p.459). Esto permite concluir sobre la mayor confianza de que goza el banco central. Ahora bien, nuevamente, en general en el mundo el traspaso disminuyó. Por ejemplo, en una comparación reciente entre México y Brasil, Ades (2006) concluye que en ambos países es similar y relativamente baja, cuando se incorporan cifras de esta década.

Opinión pública, congreso, gobierno y partidos políticos

Por último, otro criterio de evaluación, bastante difícil de precisar, se liga a cómo se observa que los distintos sectores de la sociedad parecen evaluar al banco central. Por falta de datos no nos referiremos más que de forma intuitiva e indirecta a la evaluación de la población, mientras que es posible encontrar indicadores más concretos al referirnos al gobierno federal, al congreso y a los partidos políticos, incluidos sus líderes.

De forma impresionista, me parece que durante el periodo analizado, el banco central, como responsable de la política monetaria e incluso como participante en la fijación de la política cambiaria (que incluye la política de reservas internacionales), no fue objeto de críticas en general en los medios de comunicación. Ello contrasta con las críticas que se vivieron en el sexenio previo. En el mismo, por supuesto que contó por mucho la crisis de 1994-95 y sus secuelas. De hecho, parte de las críticas venía justamente de la discusión sobre la responsabilidad del banco central en la propia crisis. En 1995 hubo propuestas incluso de desaparecer en gran parte los márgenes de maniobra de la política monetaria, al establecer un consejo monetario. Se discutía también mucho el tema de la transparencia así como el de la discrecionalidad.

En 1996-97 continuaron las críticas sobre la política monetaria de parte de grupos empresariales que la acusaban de sobrevaluar la moneda. Incluso el gobernador V. Fox publicaba desplegados en la prensa nacional sobre el problema de la presunta sobrevaluación de la moneda, y un grupo empresarial del norte del país promovió estudios de académicos de renombre internacional para que evaluaran si la política monetaria no perseguía un objetivo de tipo de cambio (con objeto de fortalecerlo y así bajar la inflación), lo que iba en contra de la idea de flotación libre. Puede decirse que en contraste con esa difícil época (¡y las dos décadas previas!) por supuesto que es fácil concluir que la política monetaria no ha sufrido críticas destacables en el periodo reciente.

Aunque más focalizado, es posible encontrar indicadores de encuestas con líderes de opinión sobre la actuación del banco central, que resultan con un sesgo

relativamente positivo. En la encuesta IMD de competitividad (2006), México aparece en los lugares 20-23 (de 55 países, ordenados de mejor a peor) respecto a la pregunta en la encuesta de la aportación del banco central al desarrollo económico, así como respecto a la política cambiaria y a la competitividad de las empresas (pregunta relativa a si se considera que la paridad la promueve). Es un buen lugar si se toma en cuenta que para el conjunto de indicadores México sólo parece en el lugar 47 de competitividad, de 55 países. Ahora bien, en particular estos indicadores han sido muy volátiles. Por ejemplo, en los dos años previos el promedio de las cifras respecto al banco central y la paridad citadas, fue de 33 y 22 respectivamente. Al inicio del periodo de análisis, en el 2001-02, eran de 29 y 40 respectivamente.

Un segundo elemento de análisis puede realizarse con elementos más sólidos. Me refiero a la evaluación implícita en el propio gobierno federal y en el Senado sobre el banco central. Resultó impresionante que los cinco miembros de la junta de gobierno del banco central, que ya estaban en sus puestos antes del periodo 2001-06, hubieran sido propuestos nuevamente por el Presidente de la República y ratificados sin contratiempos por el Senado (donde el partido en el gobierno no tiene mayoría) para nuevos periodos. Igualmente, e independientemente de la ambigüedad sobre quién debe fijar los objetivos cuantitativos del banco central, en la práctica, tanto el gobierno como el Congreso han ratificado (en el documento *Criterios Generales de Política Económica*) en cada uno de los años la meta de inflación del año establecida por Banxico. De forma curiosa, me da la impresión que las intervenciones del gobernador del banco central en el Congreso fueron más destacadas en los medios cuando se trataba de temas no monetarios (política fiscal, sistema bancario) que cuando se refería a temas de la política monetaria. En ese mismo sentido, la tímida oposición que tuvo la ratificación de G. Ortiz como gobernador en el 2004 no provino de los partidos de oposición, sino de una parte de los senadores del PAN, aunque sus reproches no se ligaban a la política monetaria sino a los antecedentes del gobernador en tanto ex secretario de Hacienda.

Por último, es destacable que durante la reñida y polarizada campaña electoral presidencial del 2006 el tema de la política monetaria estuviera ausente de los debates. En particular, la plataforma del PRD, así como los pronunciamientos de su candidato y de los asesores económicos, nunca implicó el planteamiento de una alternativa de política monetaria o al menos críticas significativas a la política monetaria o al marco institucional de la misma. A primera vista, parecería que hubiera mayor consenso al respecto en México que en otros países, incluidos los desarrollados (por ejemplo, contrasta con las críticas de toda índole y desde diversos sectores y fuerzas políticas que recibe el banco central europeo).

Conclusiones

La utilización de diversos criterios nos permite tener una idea de conjunto del desempeño del Banco de México durante el 2001-06. Se dejó de lado la evaluación del mismo en base a una comparación de otros periodos. Se conoce la gran inestabilidad inflacionaria y cambiaria, así como el bajo crecimiento, que ha caracterizado a la economía mexicana desde mediados de los 70. Incluso en los 90, debido a la crisis de 1994-95, nos encontramos con una economía inestable. En relación a los periodos previos al del análisis, podemos señalar que los resultados en materia inflacionaria y estabilidad son mejores, así como el desempeño del banco central. Ahora bien, así ocurrió en casi todo el mundo. Esta década se caracteriza en el mundo por la baja inflación y la elevada estabilidad financiera, y desde el 2004, por el elevado crecimiento mundial. Es este contexto que realizamos la evaluación de la política monetaria en México.

De cierta manera, el desempeño del Banco de México es similar al de sus contrapartes en el mundo, sobre todo respecto a la región latinoamericana, además de que parece gozar de gran aceptación en la opinión pública y diversos actores institucionales locales. Sin embargo, la evaluación detallada dejó ver que el Banco de México no ha cumplido sus objetivos, a pesar de que mantuvo tasas de interés que no parecen haber sido bajas, y en un contexto de extraordinariamente bajo crecimiento económico. También es cierto que no se ha alejado mucho de las metas. Estos hechos y otras características de la evolución de Banxico que se precisan en el texto, permiten establecer una agenda para mejorar su desempeño, que permitirían incrementar tanto su credibilidad como su transparencia.

Referencias bibliográficas

- Ades, A. (2006). *Forget Pass-Trough, Thought Piece*, Latin America, Citigroup.
- Banco de México (1994). *Programa de Política Monetaria*.
- (1999) *Programa de Política Monetaria*.
- (2000). *Informe sobre la Inflación*, julio-septiembre.
- (2001). *Programa de Política Monetaria*.
- IMD (2001-06). *World Competitiveness Report*, varios números, del 2001 al 2006.
- Internacional Monetary Fund (2007). *World Economic Outlook Database*. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/data/index.aspx>).
- Kurczyn, S. y P. Ibarlucea (2004). “10 años de autonomía del Banco de México: logros y agenda”, *Examen de la Situación Económica de México*, vol. LXXX, núm. 940, abril. pp. 164-174.

- Kurczyn S., J. Virgen, B. Jarillo (2006). “Regla de Taylor y perspectiva de corto plazo de las tasas de interés” *Examen de la Situación Económica de México*, vol. LXXXII, núm. 968, octubre, pp. 375-381.
- Kurczyn, S. (2003). “Trasparencia de la política monetaria y democracia en México”, Chavez F. (ed.) *Moneda y régimen cambiario*, F. Ebert-UAM-A, pp. 133-188.
- Mahadeva L. y Sterne G. (2002), *The role of short-run inflation targets and forecast in disinflation*, Banco de Inglaterra, Documento de Trabajo No. 167, pp. 43.
- Mishkin F. y K. Schmidt-Hebbel K. (2007). *Does Inflation Targeting Make a Difference?* National Bureau of Economic Research, enero.
- Santaella, J. (2002). “El traspaso inflacionario del tipo de cambio, la paridad del poder de compra y anexas: la experiencia mexicana”, *La inflación en México*, Gaceta de Economía, ITAM, pp. 427-466.
- Schmidt-Hebbel K. y M. Tapia (2002). *Monetary policy implementation and results in twenty inflation –targeting countries*, Banco Central de Chile, documento de Trabajo 166.
- (2004). “Monetary Policy Transparency and Performance in Inflation Targeting Countries,” mimeo, Banco Central de Chile.