



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

EL ESQUEMA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN COMO
INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO, SU
EFECTO SOBRE LA CREDIBILIDAD EN EL BANCO CENTRAL Y
LAS EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A

EDGAR DIEGO SOSA CHÁVEZ



ASESOR: DR. CLEMENTE RUÍZ DURÁN

MÉXICO, D. F.

MARZO DE 2006



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

A mi PAPÁ, por tu cariño, gran ejemplo y disciplina.

A mi MAMÁ, por tu afecto, comprensión y estímulo.

A mi MADRE, por mi vida y tu correcta decisión.

A MIRZA, por tu amor, compañía, aliento e inspiración.

Y al que cada día pone a prueba mi voluntad y fortaleza.

AGRADECIMIENTOS

La elaboración de esta tesis surge como la materialización de una cada vez mayor curiosidad y hambre de conocimiento acerca de la teoría y política monetarias que comenzó hace tres años atrás.

Por lo que debo reconocer las vicisitudes que para lograr esta investigación tuve que pasar para la ubicación, delimitación y finalmente para la conclusión de este trabajo.

Al Dr. Clemente Ruiz, por su confianza, y continuo apoyo y motivación académica, no solo para la elaboración de esta tesis sino desde toda mi carrera universitaria.

A la profesora Hortensia Martínez por su gran apoyo tanto en la elaboración de esta tesis como en mi inicial carrera docente.

A la Maestra Irma Escárcega por sus valiosas observaciones y comentarios realizados.

Por último, las opiniones, ideas y propuestas que se presentan dentro de esta tesis y la responsabilidad sobre ellas corresponden al autor.

INDICE

INTRODUCCIÓN.	4
Capítulo I. ANTECEDENTES Y DELIMITACIÓN TEÓRICOS.	8
I. 1. Diferentes mecanismos e instrumentos usados para lograr el control de la inflación.	12
I. 1. 1. Agregados Monetarios	13
I. 1. 2. Tipo de cambio	14
I. 2. Ejemplo del uso de Objetivos Intermedios, los Programas de Estabilización en los países en Desarrollo.	15
I. 2. 1. El populismo	16
I. 2. 2. La estabilización ortodoxa basada en el dinero	16
I. 2. 3. Programas de estabilización basados en la tasa de cambio	17
I. 2. 4. Los programas heterodoxos	18
I. 2. 5. Lecciones de la estabilización	18
I. 3. Agotamiento del esquema de objetivos intermedios.	19
I. 4. Objetivos directos, las Metas u Objetivos de Inflación	20
I. 4. 1. Definición de las Metas u Objetivos de Inflación	21
I. 4. 2. Ventajas de los Objetivos de Inflación	22
I. 4. 3. Desventajas de los Objetivos de Inflación	23
I. 4. 4. Prerrequisitos para los Objetivos de Inflación	24
Capítulo II. EXPERIENCIA DE PAÍSES CON OBJETIVOS DE INFLACIÓN	26
II. 1. Nueva Zelanda	28
II. 1. 1 Situación Previa	28
II. 1. 2 Establecimiento de las metas inflacionarias	29
II. 1. 3 Evolución posterior	33

II. 2. Canadá	34
II. 2. 1 Situación Previa	35
II. 2. 2 Establecimiento de las metas inflacionarias	35
II. 2. 3 Evolución posterior	38
II. 3. Inglaterra	40
II. 3. 1 Situación Previa	40
II. 3. 2 Establecimiento de las metas inflacionarias	41
II. 3. 3 Evolución posterior	43
II. 4. Chile	45
II. 4. 1 Situación Previa	45
II. 4. 2 Establecimiento de las metas inflacionarias	46
II. 4. 3 Evolución posterior	46
Capítulo III. HISTORIA INFLACIONARIA MEXICANA	49
III. 1. Periodo 1, Etapa 1. 1972-1976	50
III. 2. Periodo 1, Etapa 2. 1976-1981	54
III. 3. Periodo 2, Etapa 1. 1982-1985	60
III. 4. Periodo 2, Etapa 2. 1986-1988	66
III. 5. Periodo 3, Etapa 1. 1988-1990	71
III. 6. Periodo 3, Etapa 2. 1990-1994	79
III. 7. Periodo 4, Etapa 1. 1995-1997	85
III. 8. Periodo 4, Etapa 2. 1998-2000	90
Capítulo IV. EL ESQUEMA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN COMO INSTRUMENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO	
IV. 1 Situación previa.	93
IV. 2. Transición hacia el Esquema de Objetivos de Inflación. Reconstruyendo la credibilidad	
IV. 2. 1. Mandato para la estabilidad de precios y la autonomía de la banca central.	95
IV. 2. 2. Mejor política de comunicación hacia una mayor transparencia	97

IV. 2. 2. 1. Introducción del concepto de Inflación subyacente	99
IV. 3. Implementación formal del Esquema de Objetivos de Inflación y sus resultados	103
IV. 3. 1. Evolución posterior. Respuesta a choques inflacionarios	106
IV. 4. Efecto del Esquema de Objetivos de Inflación sobre la Credibilidad en el Banco Central y las Expectativas Inflacionarias.	113
IV. 5. Panorama futuro del Esquema de Objetivos de Inflación en nuestro país.	118
CONCLUSIONES	127
BIBLIOGRAFÍA	132

INTRODUCCIÓN.

Esta investigación aborda la lucha que se ha dado en contra de la inflación, centrándose en las expectativas como factor de difusión de la misma, las cuales no inician o aceleran este fenómeno económico pero si le dan persistencia¹.

Por esta razón, esta investigación se basa en una visión alternativa de la desinflación que se sustenta en la conclusión de Robert Lucas y Thomas Sargent conocida como la *Crítica de Lucas*², la cual sostiene que el ingrediente esencial de una desinflación fructífera es la credibilidad de la política monetaria, dado que esta es lo único que llevaría a los agentes a cambiar el modo en que forman sus expectativas³.

Es claro que la batalla desinflacionaria ha sido necesaria dada la nocividad de la inflación que es bien conocida: desorienta a consumidores y productores, desalienta la inversión y frena el crecimiento, provoca transferencias de ingresos, acentúa el déficit fiscal, disminuye el horizonte de planteamiento y predicción por una mayor incertidumbre, provoca desvíos de esfuerzos de la actividad productiva hacia las especulativas. En fin, la inflación es una patología que afecta a toda la economía.

En consecuencia, para que el sistema económico pueda funcionar, se ha hecho necesario que el control y la baja inflación se transformen en objetivos prioritarios de los gobiernos contemporáneos. Por ello, en años recientes un gran número de países le han asignado a sus bancos centrales el objetivo prioritario de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de sus monedas nacionales, aunado a medidas que les permitan alcanzar dicho objetivo como lo ha sido el otorgarle autonomía a sus bancos centrales.

Donde la autonomía del banco central se convierte en el instrumento que representa el compromiso formal y creíble, por parte del gobierno, para la consecución de la estabilidad de precios (Dornbusch y Fischer (1993)).

¹ Por lo que este estudio no trata la discusión de si la inflación es causada por modificaciones en la cantidad nominal de dinero, o por shocks de oferta, o por inconsistencias en la demanda agregada, ya que dichos enfoques son insuficientes para explicar la continuación del fenómeno inflacionario

² La Crítica de Lucas fue expuesta por primera vez en: Lucas, Robert. "Econometric policy evaluation: a critique", The Phillips curve and labor markets, Carnegie Rochester Conference, vol.1, 1976, p. 19-46.

³ Donde dicho cambio provocaría un aumento del desempleo menor de lo que predice el enfoque tradicional de la desinflación.

Es decir, se ha entendido que para tener políticas antiinflacionarias exitosas las autoridades monetarias deben lograr afectar las expectativas de los agentes económicos, por lo que gozar de credibilidad resulta esencial.

La experiencia internacional ha mostrado que una manera en que el banco central puede reforzar dicha credibilidad es especificando claramente sus metas y la forma en que se propone alcanzarlas, es decir adoptando un Esquema de Objetivos de Inflación como enfoque, ya que este esquema hace ineludible un marco de total transparencia en el manejo de la política monetaria.

Concretamente en el caso de nuestro país, la consecución de la lucha desinflacionaria – la cual es antigua ya que ha venido de una historia de espirales inflacionarias de los ochenta, proseguida por aumentos de precios debidos a variaciones cambiarias en los noventa – emprendida por el gobierno y las autoridades monetarias ha llevado a que estos implementen acciones monetarias cada vez más estrictas y responsables con el objetivo final de alcanzar la estabilidad de precios que permita establecer las bases de una macroeconomía estable y una menor incertidumbre para alcanzar un mejor crecimiento económico.

Esta búsqueda de la estabilidad de precios, sustentada en políticas monetarias creíbles, llevó al Banco de México a implementar formalmente este Esquema de Objetivos de Inflación a partir 2001⁴.

Bajo dicho esquema el Banco de México buscaba aumentar la credibilidad en sus políticas monetarias implementadas a raíz de la crisis de 1994, así como continuar con el abatimiento de la inflación, aunque ahora bajo el objetivo de mediano plazo de converger a las tasas de inflación de nuestros socios comerciales (alrededor de 3%), y así ser congruente con el objetivo de largo plazo de la política monetaria, alcanzar la estabilidad de precios.

En este sentido, es que el objetivo de esta investigación es determinar si la adopción en México del Esquema de Objetivos de Inflación ha permitido tanto aumentar como consolidar la credibilidad en las políticas monetarias emprendidas por el Banco de México, y así subsecuentemente abatir las expectativas inflacionarias nacionales.

⁴ Cabe señalar que las acciones convergentes a dicho esquema se remontan a la primera mitad de la década de los noventa.

Esto sobre el entendido de que la manera en que el propio Banco Central puede (lograr dicho cometido)-aumentar su credibilidad- es a través de una mayor transparencia, así como por medio de propias políticas antinflacionarias exitosas.

Para demostrar que el Esquema de Objetivos de Inflación como enfoque de política monetaria permite tanto la consolidación de la credibilidad en el banco central como la continuación de la lucha desinflacionaria además de flexibilidad en el manejo de la propia política monetaria es que este trabajo se desarrolla de la siguiente forma:

En el capítulo uno, dedicado a un recuento teórico, se revisan los costos que generan los procesos inflacionarios en el proceso económico demostrando porque se encuentra como necesaria la lucha contra la inflación, donde el abatimiento de las expectativas inflacionarias juega un papel claramente importante, encontrando y de ahí proponiendo que la propia desinflación debe basarse en un enfoque que se fundamente en la credibilidad para así cambiar la formación de las expectativas. Mostrando también que el debate teórico ha propuesto que la forma en como los Bancos Centrales pueden alcanzar mayor credibilidad es mediante su autonomía como a través de una mayor transparencia en sus políticas monetarias razón que con el tiempo haría que surgiera el Esquema de Objetivos de Inflación como enfoque de dicha política. Finalmente en este capítulo se describen las ventajas y desventajas de este enfoque, como los prerrequisitos para instrumentar este enfoque en cualquier país.

En el capítulo dos, se describe brevemente la experiencia de algunas naciones que han implementado los Objetivos de Inflación en sus propias economías, como: Nueva Zelanda, pionero en utilizar dicho enfoque; Canadá, importante socio comercial de nuestro país; Inglaterra, tercer país pionero en adoptar las Metas de Inflación; y Chile, nación latinoamericana con una economía similar a la nuestra.

En el capítulo tres, se muestra que la implementación del EOI en nuestro país corresponde a la continuación de la historia de un largo proceso de lucha anti y desinflacionaria proveniente de más de treinta años atrás. Cabe resaltar que en este capítulo en el propio recuento histórico-económico de la inflación en México, se propone una periodización diferente a la usualmente encontrada en los libros, la cual ha sido fundamentada tanto en los diferentes ritmos inflacionarios como en las propias características que originaron la aceleración de la inflación en cada periodo.

En el capítulo cuatro, se presentan una breve descripción de la situación previa a la ejecución en México del Esquema de Objetivos de Inflación, para después mostrar los elementos de transición que señalan la convergencia de la política monetaria nacional hacia dicho esquema, y así analizar posteriormente los resultados de su implementación como sus efectos tanto en la credibilidad en el Banco Central como en las expectativas inflacionarias. Para al término de este capítulo derivar una proposición acerca de cual puede ser el panorama futuro del Esquema de Objetivos de Inflación en nuestro país.

Para finalmente establecer algunas conclusiones acerca del Esquema de Objetivos de Inflación en México y sus efectos tanto en la lucha contra la inflación, en las expectativas inflacionarias y en la credibilidad, como también hacer una propuesta de cual debería ser el camino a seguir en el futuro con base en dicho enfoque.

I. ANTECEDENTES Y DELIMITACIÓN TEÓRICOS

Los perjuicios que genera la inflación son aun más claros cuando se observa detenidamente los costos que esta implica para el proceso económico en general, siendo los más importantes, según Viñals [1999], los que se derivan de su interacción con un marco legal y contractual que no esta plenamente adaptado para hacer frente a la propia inflación y los que vienen ligados a la incertidumbre asociada a cualquier proceso inflacionista.

Para el marco legal el costo más destacable es el que se produce como consecuencia de los desincentivos e ineficiencias que introduce la inflación a través del sistema fiscal, que se materializa en la elevación de las tasas efectivas de imposición dada la falta de adaptación de los sistemas fiscales de la mayoría de los países para neutralizar por completo el impacto de la inflación.

De otra parte, los procesos de inflación traen consigo un grado notable de incertidumbre y volatilidad, generando costos económicos adicionales, por tanto, la mayor incertidumbre incorpora una prima de riesgo inflacionista sobre los tipos de interés que afecta desfavorablemente las decisiones de inversión; produce distorsiones en el sistema de precios de la economía, al hacer que muchos agentes confundan las variaciones del nivel general de precios con cambios en los precios relativos de los bienes, e induce a los agentes a dedicar un numero considerable de recursos a protegerse de la inflación, en detrimento de las actividades de naturaleza productiva.

Por ultimo, la inflación incide desfavorablemente, no solo sobre la eficiencia sino también sobre la distribución de la renta y de la riqueza, al hacer que sus costos recaigan de manera especial sobre los sectores menos favorecidos, que son los que disponen de menores medios para protegerse de la inflación.

En suma, la inflación agudiza los conflictos sociales y aunado a las conductas especulativas que esta crea se dificultan las posibilidades de encarar con éxito una política de crecimiento.

En consecuencia, para que el sistema económico pueda funcionar, se ha hecho necesario que el control y la baja inflación se transformen en objetivos prioritarios de los gobiernos contemporáneos. De allí la necesidad de un diagnostico que explique las causas, pero aun más importante, las características propias del proceso que lo llevan a amplificarse.

Donde es sumamente importante resaltar que la inflación puede responder a factores de carácter subjetivo, tales como las expectativas de los agentes económicos (Schwartz (1997)). Por ejemplo, si los trabajadores aceptan menores incrementos salariales por virtud de expectativas de menor inflación, los precios pueden desacelerar su ritmo de crecimiento. Bajo este supuesto, se encuentra la razón por la que este estudio no trata la discusión de si la inflación es causada por modificaciones en la cantidad nominal de dinero, o por shocks de oferta, o por inconsistencias en la demanda agregada, ya que dichos enfoques son insuficientes para explicar la continuación del fenómeno inflacionario, para centrarse en los factores de difusión de la inflación: las expectativas, las cuales no inician la inflación o su aceleración, pero le dan persistencia, y aun más que se ha comprobado que después de un tiempo han desaparecido las causas iniciales de los brotes inflacionarios y dicho fenómeno continua y se acelera.

Así también se ha dejado de lado el enfoque tradicional de la desinflación el cual implica que la disminución de la inflación solo puede conseguirse por medio de un aumento sustancial (breve o no) del desempleo⁵, por lo que esta investigación se basa en la otra visión de la desinflación la cual se fundamenta en que si el cambio de la política monetaria es creíble, éste puede cambiar la formación de las expectativas y provocar un aumento del desempleo menor de lo que predice el enfoque tradicional⁶.

En su forma extrema, esta visión implica que si la política es totalmente creíble, puede conseguir la desinflación sin ningún costo en el desempleo. Existe una versión menos extrema que reconoce que aunque puede cambiar la formación de las expectativas, la presencia de rigideces nominales probablemente implique un cierto aumento del desempleo, aunque menor de lo que entraña la respuesta tradicional.

Por lo tanto, el entendimiento del primordial control de la inflación, y el carácter de credibilidad que la política monetaria debe de tener ha llevado a asignarle a esta como objetivo prioritario la procuración de la estabilidad del nivel de precios, ya que esto no sólo genera un entorno económico más estable, sino que representa la mayor contribución que la autoridad monetaria puede hacer al desarrollo económico de un país.

⁵ Relación básica de la Curva de Phillips

⁶ Dicha visión alternativa de la desinflación se basa en la *Critica de Lucas* la cual sostenía que el ingrediente esencial de una desinflación fructífera era la credibilidad de la política monetaria, es decir, la creencia de los encargados de fijar los salarios acerca de que el banco central estaba realmente decidido a reducir la inflación.

Es por ello que en años recientes un gran número de países le han asignado a sus bancos centrales el objetivo prioritario de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de sus monedas, aunado a medidas que les permitan alcanzar dicho objetivo como lo ha sido el otorgarle autonomía a sus bancos centrales.

La conveniencia de contar con bancos centrales autónomos que tengan como su objetivo fundamental la procuración de la estabilidad de precios, según Schwartz [1997], se sustenta en dos hechos estilizados: a) la curva de Phillips de largo plazo es vertical, lo cual implica que en ese plazo la inflación no tiene un efecto permanente sobre la producción real (En países con historiales inflacionarios desfavorables, aun en el corto plazo la inflación no tiene impacto positivo alguno sobre la producción y el empleo), y b) los gobiernos tienen incentivos para generar sorpresas inflacionarias, aun sabiendo que en el largo plazo el efecto sobre la producción y el empleo será nulo.

La posibilidad de que el gobierno pueda generar una sorpresa inflacionaria, hace que los agentes económicos anticipen una mayor inflación, lo cual por sí mismo propicia un mayor crecimiento del nivel de precios. Es decir, el que el gobierno no cuente con una fórmula que le permita comprometerse en forma creíble con una política que conduzca efectivamente a una baja de la inflación, alienta las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, generándose así un problema de inconsistencia intertemporal (Barro y Gordon (1983)).

Rogoff [1985] propone resolver el problema de la incongruencia en el tiempo de las políticas gubernamentales formalizando el compromiso de la autoridad para instrumentar políticas orientadas al abatimiento de la inflación. Por ejemplo, una manera de lograr dicha formalización sería mediante la elección de un gobernador del banco central sumamente conservador, cuyo único objetivo fuere la procuración de la estabilidad de precios. La instauración de una figura de esta naturaleza se asemeja al concepto de otorgarle autonomía al banco central, de tal forma que esta entidad pueda representar el compromiso formal del gobierno de no generar sorpresas inflacionarias en el futuro.

En este sentido, la autonomía del banco central se convierte en el instrumento que representa el compromiso formal y creíble por parte del gobierno para la consecución de la estabilidad de precios. (Dornbusch y Fischer (1993)).

Si bien la autonomía del Banco Central representa un avance algunos autores han argumentado que la credibilidad en la política monetaria sólo podrá darse cuando ésta

demuestre mediante hechos que puede ser efectiva en su cometido de abatir la inflación. (Taylor (1982)). No obstante, lo que es claro es que para tener políticas antiinflacionarias exitosas, las autoridades monetarias deben lograr afectar las expectativas de los agentes económicos, por lo que gozar de credibilidad resulta esencial.

Una manera en que el banco central puede reforzar dicha credibilidad es especificando claramente sus metas y la forma en que se propone alcanzarlas (Schwartz (1997)), por lo que un marco de total transparencia en el manejo de la política monetaria se hace ineludible.

Para que la transparencia de la política monetaria se pueda lograr, entre otras vías, se debe establecer un mecanismo formal para su instrumentación, que le permita a los agentes económicos evaluar el desempeño de la autoridad en cuanto a sus esfuerzos para conseguir la estabilidad de precios. Como parte esencial del mecanismo referido, algunos bancos centrales han definido objetivos o metas que se comprometen a cumplir.

Existen dos opciones fundamentales sobre el tipo de metas sujetas a ser utilizadas: metas directas sobre el nivel de precios, u objetivos intermedios definidos ya sea sobre algún agregado monetario, el tipo de cambio o tasas de interés, que guarden una relación estrecha con el crecimiento de los precios y puedan ser tomadas como anclas nominales.

Entendiéndose un ancla nominal como aquel instrumento de política que permite orientar y guiar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. La adecuada orientación de las expectativas inflacionarias disminuye en parte los efectos perversos de la incertidumbre inflacionaria. Más aún, un ancla nominal efectiva propicia la congruencia entre las expectativas inflacionarias del público con la inflación observada.

Para que una variable o política desempeñe satisfactoriamente el papel de ancla nominal y, por consiguiente, logre afectar las expectativas de los agentes económicos, requiere cumplir con las siguientes propiedades:

- a) Que el banco central pueda ejercer cierto control o influencia sobre ella;
- b) que la variable o política en cuestión guarde una relación estrecha y predecible con la meta final y,
- c) Que el público en general pueda observar el desempeño del banco central en su cometido de controlar la variable referida.

I. 1. Diferentes mecanismos e instrumentos usados para lograr el control de la inflación.

El marco conceptual para el diseño de la política monetaria distingue entre metas finales y objetivos intermedios. Las metas finales de la política monetaria corresponden a los objetivos de largo plazo de la autoridad monetaria. La elección más común de este tipo de metas es la estabilidad de precios. Sin embargo, cabe señalar que la política monetaria actúa con rezagos sobre el nivel de precios, y en ocasiones, la influencia de las acciones del banco central sobre los precios no son del todo predecibles. Ante esta circunstancia, las autoridades monetarias deben basar sus decisiones en la evolución de diferentes variables que guarden una relación estrecha con el nivel de precios en el largo plazo. Precisamente en términos de dichas variables se puede establecer lo que se denominan objetivos intermedios.

Los objetivos intermedios, a la vez de estar correlacionados con la meta final, se establecen sobre variables que resultan más fáciles de ser afectadas por la autoridad monetaria, por lo que los objetivos intermedios pueden considerarse como metas de corto plazo. Las probabilidades de consecución de estas metas permite orientar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, por lo que los objetivos intermedios pueden convertirse en el ancla nominal de la economía.

A lo largo del tiempo las autoridades de los distintos países han utilizado diferentes tipos de objetivos intermedios, los cuales han resultado ser (aunque no en todos los casos) anclas nominales efectivas. Entre los objetivos intermedios más socorridos destacan el tipo de cambio y las tasas de interés (mediante su fijación o predeterminación) y el establecimiento de límites al crecimiento de algún agregado monetario.

La elección del objetivo intermedio ofrece distintos grados de control y visibilidad de las acciones del banco central. Si se determina una meta intermedia sobre el tipo de cambio, por ejemplo, se obtiene un alto grado de control y visibilidad, siempre y cuando la autoridad cuente con un monto holgado de reservas internacionales. De no ser este el caso, el tipo de cambio, como variable ancla, será sumamente vulnerable. Por otra parte, las metas monetarias se han considerado más adecuadas cuando las perturbaciones que afectan a la economía provienen primordialmente de la demanda agregada. En estos casos, la evolución de los agregados monetarios se encuentra más relacionada con aquélla de los

precios, por lo que, supuestamente, al controlar las desviaciones de los agregados de su meta, se logran controlar las desviaciones de los precios con respecto a su objetivo final. Cada una de las distintas anclas nominales que han sido utilizadas cumple en mayor o en menor grado con las propiedades señaladas. A continuación se presentan las principales características de las anclas nominales que se utilizan con mayor frecuencia (objetivos sobre el crecimiento de agregados monetarios, tipo de cambio).

I. 1. 1. Agregados Monetarios

Las reglas rígidas que se emplearon con mayor frecuencia en el pasado en los países industrializados, se definieron en términos de tasas de crecimiento de algunos agregados monetarios, ya fuesen el llamado medio circulante u otros.

La utilización de la tasa de crecimiento de algún agregado monetario como objetivo intermedio de la política monetaria se debió a que en un principio, la evolución del agregado monetario elegido guardaba una estrecha relación con la inflación. Esta estrategia les proporcionaba a los bancos centrales una metodología simple y transparente para la instrumentación de la política monetaria, limitaba la discreción de la autoridad para expandir el crédito, a la vez que influenciaba en forma directa las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. No obstante, la desregulación y la innovación financiera ocurrida en la segunda mitad de los años ochenta propició una relación menos estable entre la evolución de los agregados monetarios y el nivel de precios. Más aún, la interpretación de los agregados monetarios en esos países se ha vuelto cada vez más compleja, a la vez que el control de su evolución por parte de los bancos centrales ha disminuido de manera importante durante los últimos años.

La creciente decepción con la utilización de los agregados monetarios como objetivos intermedios de la política monetaria propició que algunos países los abandonaran en forma definitiva. Sin embargo, cabe señalar que aquellos países que han continuado estableciendo límites al crecimiento de algún agregado monetario (Alemania por ejemplo), han seguido un enfoque más práctico, en el que la instrumentación de la política monetaria en la actualidad descansa en el análisis de diversas variables. En este escenario, las desviaciones de las tasas de crecimiento del agregado monetario de su objetivo son estudiadas con cautela, mas no son consideradas una indicación inequívoca de un abandono por parte del

banco central de su esfuerzo para abatir la inflación, y tampoco son invariablemente interpretadas como una señal de relajamiento de la política monetaria.

I. 1. 2. Tipo de cambio

La utilización del tipo de cambio como ancla nominal ha sido extensa. La fijación o predeterminación del tipo de cambio ofrece diversas ventajas para ser utilizado como ancla nominal. Entre estas ventajas destacan que esta variable guarda una estrecha relación con la evolución de los precios y que es una variable de fácil seguimiento por parte del público en general. Por su parte, el establecimiento de un régimen cambiario de flexibilidad limitada tal como lo sería una banda cambiaria, también ha funcionado satisfactoriamente como ancla en un número importante de países (los países europeos y algunos de los llamados países emergentes), al establecer un nivel máximo permisible para el tipo de cambio. El límite superior de una banda cambiaria, en caso de que sea creíble, orienta y acota las expectativas inflacionarias del público, así como los niveles de las tasas de interés.

El establecimiento de un consejo monetario o la sustitución de la moneda doméstica por una moneda del exterior podrían considerarse como las versiones más estrictas de la utilización del tipo de cambio como ancla nominal.

Versiones menos estrictas, pero posiblemente más vulnerables, serían la fijación tradicional de la paridad de la moneda frente a otra, el desliz predeterminado o el establecimiento de una banda cambiaria. La experiencia del mecanismo de paridades cambiarias europeo y la de algunos otros países que han adoptado mecanismos de predeterminación de la cotización de la moneda nacional, muestra lo vulnerable que puede resultar la fijación o predeterminación del tipo de cambio y la confusión que puede generar su abandono como ancla nominal.

Algunos autores han cuestionado seriamente la efectividad del tipo de cambio como ancla nominal. Esta crítica proviene del argumento de que sí bien durante las primeras etapas de un proceso de estabilización económica la fijación del tipo de cambio permite desacelerar rápidamente el crecimiento de los precios, posteriormente dicha fijación puede derivar en la apreciación real de la moneda nacional y en la aparición de cuantiosos déficit en cuenta corriente, que a su vez desencadenen un abrupto abandono de la política de fijación cambiaria y por ende, de la utilización del tipo de cambio como ancla nominal.

El abandono no anticipado del tipo de cambio como ancla nominal provoca incertidumbre y confusión entre los agentes económicos. Dicha incertidumbre prevalece hasta que la economía encuentre una nueva ancla, la cual puede quedar representada por un nuevo nivel del tipo de cambio, por la política monetaria, o por alguna otra variable o política.

La prolongación del periodo de incertidumbre durante el cual la economía logre sustituir adecuadamente el ancla dependerá de la comprensión que los agentes económicos tengan de la nueva ancla, así como de la credibilidad existente en la intención y el compromiso de la autoridad monetaria de llevar a cabo aquellas políticas que le permitan mantener el ancla y en su caso, cumplir con los objetivos intermedios o finales establecidos.

I. 2. Ejemplo del uso de Objetivos Intermedios, los Programas de Estabilización en los países en Desarrollo.

En el mundo en vías de desarrollo se han utilizado diversos enfoques para estabilizar la inflación elevada, estos enfoques según Agénor y Montiel (2000) pueden clasificarse en general como populistas, ortodoxos (basados en el dinero y basados en la tasa de cambio), y heterodoxos. Los programas populistas se han concentrado en la intervención directa en el proceso de precios y salarios mediante la implantación de controles de los mismos, no necesariamente acompañados de ajustes en los desequilibrios fiscales subyacentes. En cambio, los programas ortodoxos se han ocupado exclusivamente de la corrección de “lo fundamental”. Dichos programas contienen un intento de ajuste fiscal y aparecen en dos variedades. Los programas basados en el dinero utilizan restricciones de la tasa de expansión monetaria para proporcionar un ancla nominal a la economía, recurriendo a la tasa de cambio para mantener el balance externo. En cambio, los programas basados en la tasa de cambio recurren a la adhesión de la tasa de cambio a alguna divisa para proporcionar un ancla nominal. Los programas ortodoxos difieren también en lo tocante a la rapidez de su implantación. En el enfoque de “golpe” o “terapia de choque”, se implanta el ajuste fiscal deseado de una sola vez, mientras que los programas “gradualistas” tratan de ubicar al déficit fiscal en una ruta descendente. El enfoque más reciente para la estabilización es la opción “heterodoxa”, que combina varias características de los otros enfoques: corrección fiscal, un congelamiento de la tasa de cambio, y políticas de ingresos bajo la forma de controles explícitos de precios y salario o de un “contrato social”.

I. 2. 1. El populismo

En términos estrictos, el populismo no evolucionó como un enfoque para la estabilización de la inflación elevada. Mas bien, los programas populistas trataban de atacar un conjunto más amplio de problemas macroeconómicos, tales como el estancamiento de la producción, la distribución desigual del ingreso y la crisis externa, además de la inflación elevada. Sin embargo, tales programas, han incorporado un enfoque distintivo para la estabilización de la inflación, específicamente, han tratado de combinar el crecimiento económico rápido con la baja inflación, aplicando simultáneamente políticas de demanda agregada estimulantes y restricciones de los incrementos de precios y salarios mediante controles administrativos.

El diagnostico populista que conduce a esta prescripción de la política económica se basa en la idea de que la economía posee una cantidad sustancial de capacidad productiva no utilizada, debido a la deficiencia de la demanda agregada y al poder monopólico del sector manufacturero. Se cree que la demanda deficiente proviene de las políticas de demanda agregada demasiado restrictivas y de la desigual distribución del ingreso que reduce los ingresos de los asalariados, quienes se supone que poseen propensiones marginales al consumo mayores que la de los capitalistas. El remedio es la adopción de políticas fiscales expansivas (orientadas primordialmente hacia las necesidades de los pobres) y la elevación de los salarios. Aunque los beneficios por unidad pueden reducirse por el incremento de los costos laborales, no se consideran necesarios los incrementos de los precios porque los beneficios totales aumentarían con la expansión de la producción. Para asegurarse de que los precios no se eleven por el ejercicio del poder monopólico, los controles administrativos son la herramienta favorecida para diseñar las políticas.

I. 2. 2. La estabilización ortodoxa basada en el dinero

La característica distintiva del enfoque ortodoxo para la estabilización es su hincapié en la administración de la demanda sin el uso de controles o directrices sobre los precios y salarios. La condición indispensable de la estabilización ortodoxa es el ajuste fiscal. Es importante recordar que el crédito del banco central para el sector publico es solo una de las fuentes de la creación de dinero básico en los países en vías de desarrollo, aunque en la practica es a menudo la más importante. La balanza de pagos y el crédito otorgado al sector privado son fuentes alternativas de la creación de dinero, de modo que un ajuste fiscal que

limite la petición de recursos del banco central por parte del sector público no implica necesariamente que el acervo monetario dejara de crecer. En otras palabras, el ajuste fiscal no implica por sí mismo el uso de dinero como un ancla nominal, y un programa que trate de reducir el déficit fiscal puede ir acompañado o no de metas para el crecimiento monetario. En consecuencia, en esta parte nos referiremos a los programas que tienen como columna vertebral al ajuste fiscal como programas ortodoxos, independientemente de que se acompañe o no de tal ajuste con metas separadas para la tasa de crecimiento del dinero. Si bien el ajuste fiscal puede ser insuficiente para determinar una meta de crecimiento monetario, si es necesario para el logro sostenido de tasas de crecimiento monetario compatibles con la baja inflación y la solvencia del sector público. Por lo tanto, los programas que recurren a una meta de crecimiento del dinero como un ancla nominal incluyen, por lo general, al ajuste fiscal, esto es lo que llamamos programas ortodoxos basados en el dinero.

I. 2. 3. Programas de estabilización basados en la tasa de cambio

La incapacidad de la estabilización ortodoxa para bajar la inflación rápidamente en los países de elevada inflación crónica condujo a la adopción de un enfoque alternativo para la estabilización en los países del cono sur de América Latina, el fundamento intelectual de este enfoque era la teoría monetaria de la balanza de pagos. Un aspecto importante del enfoque monetario era la creencia de que la paridad del poder de compra (PPC) se aplicaba más o menos continuamente. Bajo una PPC continua, el nivel de los precios nacionales se determinaría por la tasa de cambio, y la estabilización de la inflación requería entonces el freno de la tasa de depreciación de la tasa de cambio. Asignándose a la tasa de cambio la tarea de asegurar la estabilidad de precios, se lograría el equilibrio externo mediante una política restrictiva de la demanda agregada. Se supuso que el crecimiento de la producción dependía de las condiciones de la oferta nacional, de modo que se podría promover mediante reformas estructurales orientadas hacia el mercado. Por lo tanto, el paquete completo incluía una evolución predeterminada de la tasa de cambio y un ajuste fiscal y estructural. En particular, la liberalización comercial podía desempeñar un papel importante, porque la adopción de aranceles bajos y uniformes no solo promovería el

crecimiento económico sino que también apoyaría al objetivo de la estabilización de los precios a través de la influencia de la ley de un solo precio.

I. 2. 4. Los programas heterodoxos

Los programas de estabilización heterodoxos se han basado en la premisa de que la inflación tiene un fuerte componente inercial, de modo que aunque se corrija “lo fundamental” continuaría la inflación a tasas elevadas. En tal caso, las políticas restrictivas de la demanda agregada asociadas a la corrección de los elementos fiscales y monetarios fundamentales conducirían a una recesión profunda y quizá prolongada. El surgimiento de tal recesión no implicaría solo ciertos costos económicos y políticos (como ocurriría con la persistencia de la inflación) sino que también pondría a tela de juicio el compromiso de las autoridades de perseverar en el esfuerzo antiinflacionario. La inercia puede derivar de dos fuentes: la existencia de una indización explícita o implícita de las variables nominales (es decir, el salario nominal, la tasa de cambio nominal y los agregados monetarios nominales) hacia atrás, y una falta inicial de credibilidad.

I. 2. 5. Lecciones de la estabilización

La experiencia de la estabilización de la inflación en los países en vías de desarrollo nos brinda las lecciones siguientes.

El ajuste fiscal es necesario. En ausencia de un ajuste fiscal permanente, la inflación no se establece permanentemente a un nivel bajo.

Por supuesto, un corolario de esta observación es que el establecimiento de anclas nominales basadas en los precios, tales como los congelamientos de la tasa de cambio y los controles de precios y salarios, no basta para estabilizar la inflación.

Los costos de la estabilización ortodoxa dependen de la naturaleza de la inflación vigente. Bajo la inflación elevada crónica, seguirán existiendo los contratos nominales, aunque con menor duración que en una situación de estabilidad de precios. Si tales contratos poseen un elemento de conexión hacia atrás, o si el programa de estabilización carece de credibilidad, los contratos nominales impartirán una inercia al proceso de precios y salarios. Dicha inercia cesara de existir bajo la hiperinflación, cuando la moneda nacional deja de funcionar como la unidad de cuenta y los precios y salarios cambian con frecuencia por referencia a

una tasa de cambio libremente determinada. En presencia de la inercia la adhesión a metas fiscales no inflacionarias bajo un programa basado en el dinero generara una recesión en el impacto y un mejoramiento de la cuenta corriente con una lenta convergencia de la inflación hacia su nivel de meta.

Bajo un programa basado en la tasa de cambio, se apreciara la tasa de cambio real y la cuenta corriente podrá mejorar o no, pero la convergencia de la inflación seguirá siendo lenta. Cuando no hay inercia, que es el caso típico de la hiperinflación, la convergencia rápida de la inflación con costos mínimos en términos de la producción puede ocurrir con un programa fiscal creíble.

Los elementos heterodoxos (un congelamiento de la tasa de cambio acompañado de políticas de ingresos) pueden ser complementos útiles de un programa fiscal creíble para la estabilización de la inflación crónica, pero su utilización es peligrosa. Con un compromiso suficiente hacia un ajuste fiscal permanente, una suspensión de la indización y la adopción de políticas de ingresos pueden ayudar a establecer con rapidez una inflación baja al mismo tiempo que se evita el deterioro de la actividad económica a corto plazo asociado al ajuste ortodoxo en estas circunstancias. El peligro es que el éxito del programa a corto plazo tiene a quienes elaboran las políticas a caer en el populismo, relajando la disciplina fiscal al mismo tiempo que recurren a los controles de precios y salarios para abatir la inflación, como en los programas más heterodoxos. Esta ruta se topa rápidamente con las restricciones de la capacidad de producción nacional y del financiamiento externo, y es probable que deje al país en peores condiciones que antes del esfuerzo de estabilización. Es menos obvio que un ajuste heterodoxo bien ejecutado pueda evitar permanentemente los costos de la estabilización en términos de la producción, y este sigue siendo un tema debatido.

I. 3. Agotamiento del esquema de objetivos intermedios.

A pesar de que durante la década de los años setenta y parte de los ochentas, el diseño de la política monetaria en un número importante de países industrializados se caracterizó por el establecimiento de objetivos intermedios en forma de tasas de crecimiento de algún agregado monetario. Sin embargo, en los años posteriores, los procesos de innovación financiera, la desregulación de los sistemas financieros y la cada vez mayor globalización

de los mercados internacionales de capitales, modificaron de manera importante el contexto bajo el cual se instrumenta la política monetaria.

Los tratadistas de banca central han alcanzado el consenso de que, para la mayoría de los países desarrollados, el seguimiento estricto de objetivos intermedios definidos sobre la evolución de agregados monetarios resulta insuficiente como guía exclusiva de la política monetaria. Más aún, la utilización de reglas monetarias automáticas ha resultado incapaz para hacer frente al siempre cambiante contexto financiero internacional. Por esto último, los bancos centrales aludidos han tendido que adoptar políticas que les permitan contar con la discrecionalidad necesaria para actuar oportunamente ante los nuevos retos del entorno financiero.

La discrecionalidad señalada implica que las autoridades monetarias necesitan contar con la suficiente flexibilidad para reaccionar oportunamente ante la cambiante situación de los mercados financieros, y propiciar así la consecución de su objetivo primordial de estabilidad de precios. Esta definición de discrecionalidad en la instrumentación de la política monetaria no tiene nada que ver con el entendimiento que se tenía en el pasado sobre este concepto, en el que discrecionalidad se asociaba con la facultad de generar sorpresas inflacionarias por parte de las autoridades con el objeto de tomar ventaja de la relación inversa que en el corto plazo pudiera existir entre la inflación y el desempleo.

Con base en lo anterior, un número importante de países ha venido introduciendo modificaciones en sus estrategias de instrumentación de la política monetaria. Dichas modificaciones reflejan un menor protagonismo de las reglas inamovibles sobre la evolución de los agregados monetarios y hacen un mayor énfasis en el análisis de un conjunto de variables que les permita a los bancos centrales reaccionar oportunamente y propiciar así la consecución de su objetivo prioritario de estabilidad de precios.

I. 4. Objetivos directos, las Metas u Objetivos de Inflación

Debido al agotamiento del esquema de objetivos intermedios el establecimiento de metas inflacionarias se presenta como una alternativa para la consolidación de la credibilidad en las políticas del banco central y de su objetivo de procurar la estabilidad de precios.

Los objetivos de inflación sirven como mecanismo de medición del desempeño de la autoridad monetaria, ya que al ser fácilmente visibles y entendibles por el público en

general le brindan a los agentes económicos la posibilidad de vigilar el comportamiento del banco central y el cumplimiento de su objetivo. Más aún, la utilización de metas inflacionarias puede resultar en una política adecuada para lograr la estabilización de la economía. Esto sucede debido a que conforme se vaya dando el cumplimiento de los objetivos inflacionarios establecidos, se refuerzan las expectativas del público de que la inflación continuará disminuyendo, lo cual a su vez retroalimenta la tendencia decreciente de la propia inflación.

Por otra parte, las metas inflacionarias implican el compromiso del banco central de llevar a cabo políticas congruentes con la consecución del objetivo inflacionario, por lo que si las metas se establecen por periodos que van más allá del corto plazo, éstas comprometen a la autoridad monetaria a instrumentar una política acorde con dicho objetivo en el mediano y largo plazo. Cabe añadir que algunos autores han sugerido que la utilización de metas inflacionarias representa una oportunidad para que la política monetaria pueda a su vez convertirse efectivamente en el ancla nominal de la economía. Esto ocurre debido a que en el momento en que la inflación observada comience a coincidir con las metas establecidas por la autoridad monetaria, los agentes económicos considerarán a las metas de inflación establecidas por el banco central como el mejor pronóstico de la inflación.

Ante esta situación, las acciones del banco central y sus anuncios sobre política monetaria e inflación objetivo, le permitirán ejercer una influencia directa sobre la formación de las expectativas inflacionarias del público.

I. 4. 1. Definición de las Metas u Objetivos de Inflación

Mishkin [2002], define a los objetivos de inflación como una estrategia de política monetaria que abarca cinco elementos principales:

- i) El anuncio público de las metas cuantitativas de mediano plazo para la inflación;
- ii) Un compromiso institucional por la estabilidad de precios como meta fundamental de la política monetaria, a la cual se subordinan otras metas;
- iii) Una estrategia incluyente de información en la cual muchas variables, y no sólo agregados monetarios o el tipo de cambio, se utilizan para decidir la determinación de los instrumentos de política;

-
- iv) una mayor transparencia de la estrategia de política monetaria a través de la comunicación con el público y los mercados sobre los planes, objetivos y decisiones de las autoridades monetarias, y
 - v) Una mejor rendición de cuentas del Banco Central para lograr sus objetivos de inflación.

La lista debe clarificar un punto crucial sobre los objetivos de inflación: se necesita mucho más que un anunciar públicamente dichos objetivos para el siguiente año. Esto es importante en el contexto de las economías en desarrollo porque muchas de ellas rutinariamente reportaban metas u objetivos cuantitativos de inflación como parte del plan económico de gobierno para el año próximo, sin embargo su política monetaria no debe ser caracterizada como una de objetivos de inflación, pues esta requiere los otros cuatro elementos para que sea sostenible en el mediano plazo.

I. 4. 2. Ventajas de los Objetivos de Inflación

Los objetivos de inflación tienen varias ventajas como estrategia de mediano plazo para la política monetaria. En contraste con un régimen de tipo de cambio de banda deslizante, los objetivos de inflación permiten a la política monetaria centrarse en cuestiones domésticas y responder a los choques sobre la economía. En contraste con los objetivos sobre agregados monetarios, los objetivos de inflación tienen la ventaja de que no es necesaria una relación estable entre dinero e inflación para su éxito: la estrategia no depende de esta relación, sino que por el contrario utiliza toda la información disponible para determinar la mejor configuración de los instrumentos de política monetaria. Las metas de inflación también tienen la ventaja clave de que son entendidas fácilmente por el público y son, por tanto, altamente transparentes.

Debido a que un objetivo cuantitativo explícito para la inflación aumenta la responsabilidad del Banco Central, los objetivos de inflación también tienen el potencial de reducir la probabilidad de que el Banco Central caiga en una trampa de inconsistencia temporal, mencionada anteriormente. Por otra parte, puesto que la fuente de inconsistencia temporal se encuentra a menudo en presiones políticas sobre el Banco Central para emprender una política monetaria altamente expansionista, los objetivos de inflación tienen la ventaja de centrar la discusión política sobre lo que el Banco Central puede hacer en el largo plazo

(estabilidad de precios), más que sobre lo que no puede hacer (aumentar el crecimiento del producto, disminuir el desempleo, incrementar la competitividad externa) con la política monetaria.

Los esquemas de objetivos de inflación también ponen gran énfasis en la necesidad de hacer la política monetaria transparente y mantener canales regulares de comunicación con el público; de hecho, estas características han sido centrales en el éxito de esta estrategia en países industrializados.

Otra característica fundamental de los esquemas de objetivos de inflación es que la transparencia de la política asociada con los objetivos de inflación ha tendido a hacer al Banco Central altamente responsable ante el público. El éxito obtenido en la conducción de la política monetaria medido contra una meta de inflación bien definida y anunciada con anterioridad puede ser esencial para conseguir el apoyo público para una banca central independiente, incluso en ausencia de un estándar rígidamente definido y legalista de la evaluación del desempeño y del castigo. (Mishkin, 2002).

I. 4. 3. Desventajas de los Objetivos de Inflación

Los críticos de los objetivos de inflación han observado siete desventajas importantes de esta estrategia de política monetaria. Las primeras son :

- i) que los objetivos de inflación son demasiado rígidos,
- ii) que permiten demasiada discrecionalidad,
- iii) que tienen el potencial para incrementar la inestabilidad en el producto,
- iv) Que disminuyen el crecimiento económico.

Dichas desventajas son discutidas por Mishkin [1999] y Bernanke et al. [1999], concluyendo que estas no son en realidad objeciones serias para una estrategia de objetivos de inflación diseñada correctamente y que es mejor caracterizada como “discrecionalidad restringida”.

Las siguientes desventajas planteadas por los críticos del esquema de objetivos de inflación son:

- v) que los objetivos de inflación pueden producir solamente una débil responsabilidad del Banco Central porque la inflación es difícil de controlar y

-
- porque hay rezagos largos de los instrumentos de política monetaria sobre la inflación,
- vi) que los objetivos de inflación no puedan prevenir la dominación fiscal, y que la flexibilidad del tipo de cambio requerida por los objetivos de inflación puede causar inestabilidad financiera
 - vii) Que los objetivos de inflación puede no ser suficiente para asegurar disciplina fiscal o prevenir la dominación fiscal. Los gobiernos pueden perseguir una política fiscal irresponsable con un régimen de objetivos de inflación al mismo tiempo, en el largo plazo, el elevado déficit fiscal causará que el régimen de objetivos de inflación se venga abajo, por lo que la ausencia de la dominación fiscal absoluta es por tanto un prerrequisito.

Finalmente, un alto grado de dolarización (parcial) puede crear un problema potencialmente serio para los objetivos de inflación. Por lo que, debido a que un esquema de objetivos de inflación requiere necesariamente flexibilidad en el tipo de cambio nominal, las fluctuaciones del tipo de cambio son inevitables. Esto sugiere que los países en desarrollo no pueden permitirse ignorar el tipo de cambio en la conducción de la política monetaria bajo un régimen de objetivos de inflación, pero el papel que se le atribuye a éste debe subordinarse claramente al objetivo de inflación.

I. 4. 4. Prerrequisitos para los Objetivos de Inflación

Rambarran [2000], describe que todos los regímenes de objetivos de inflación comprenden cuatro características principales:

- Una variable nominal (el nivel de precios o la tasa de inflación), que se reconoce como el único objetivo que puede lograrse a mediano plazo en cuanto a la política monetaria;
- Una tentativa para conducir la política directamente al objetivo de mediano plazo por la vía de una meta de inflación rígidamente especificada, mas bien que indirectamente a través de una meta intermedia;
- Una estructura institucional que claramente articula los papeles y responsabilidades respectivos de los actores clave (el banco central y el gobierno); y un
- Fuerte apoyo a la transparencia para sostener esas disposiciones y cubrir los puntos débiles de la estructura institucional.

Sobre esta base, es posible establecer cinco precondiciones que son deseables para instrumentar los objetivos de inflación en cualquier país.

- a) Un claro mandato para la estabilidad de precios. Ley del Banco Central donde clarifica los objetivos específicos del banco central.
- b) El banco central como instrumento independiente pero con dependencia del objetivo. Los bancos centrales independientes, comparados con los que están subordinados al gobierno, tienen mejores resultados en cuanto a la inflación, y no peores que los bancos centrales menos independientes por lo que respecta a resultados relativos a la producción y el empleo.
- c) Una serie de inflación exacta, oportuna y fácilmente entendible. En general, la practica ha consistido en especificar el objetivo de inflación en términos de un índice de precios al consumo, o alguna variante de eso mismo, ya que es el índice de precios más familiar al público en general, y asimismo porque es oportuno y no esta sujeto a revisión.
- d) El intervalo o rango y el ancho de banda crean flexibilidad. Los efectos de la inflación probablemente serán sumamente inciertos incluso con las mejores estructuras monetarias. Un intervalo estrecho para una meta de inflación trasmite un mayor compromiso para enfrentar el objetivo de inflación que un intervalo amplio. Al mismo tiempo, un intervalo más estrecho reduce la capacidad de las autoridades monetarias para responder a acontecimientos imprevistos, los cuales pueden muy bien conducir la inflación fuera del intervalo de meta y dañar la credibilidad. Una banda de inflación con metas variadas en el tiempo permite incertidumbres e incrementa la flexibilidad del régimen.
- e) Un marco mas transparente y responsable para el banco central. El sello distintivo de un régimen de metas de inflación es el anuncio por el gobierno o el banco central, o bien por una combinación de ambos, que en el futuro el banco central tratara de contener la inflación en un nivel o cerca de un nivel numéricamente especificado.

Bajo este esquema entonces, el objetivo máximo de la política monetaria es lograr la meta de inflación, cualquier otro objetivo también puede ser perseguido siempre que sea consistente con la meta de inflación.

II. EXPERIENCIA DE PAÍSES CON OBJETIVOS DE INFLACIÓN

El propósito de este capítulo es revisar la experiencia de algunos países que han adoptado las metas u objetivos de inflación, para así derivar algunas lecciones sobre la instrumentación y efectividad de las mismas.

En los últimos años se ha incrementado el número de naciones que han adoptado a las metas u objetivos de inflación como enfoque de sus acciones de política monetaria, siendo en la actualidad alrededor de 21 países, 8 industriales y 13 en desarrollo, quienes utilizan dicho esquema.

Cabe destacar que en general, la mayoría de los países que han introducido objetivos explícitos de inflación habían adoptado anteriormente objetivos intermedios nominales para lograr la estabilidad de precios. Así, por ejemplo, utilizaron el tipo de cambio nominal y /o los agregados monetarios como indicadores intermedios durante la década de los ochenta. En el caso de utilizar los agregado monetarios, se cuenta a Canadá en la primera mitad de los años ochenta, Inglaterra desde mediados de los años setenta y gran parte de la década pasada.

Sin embargo, la inestabilidad de la demanda de dinero, consecuencia en gran medida de la liberalización financiera, se tradujo en la ausencia de relaciones estables entre las metas monetarias y el ingreso nominal, generando desviaciones del objetivo de reducción de la inflación.

Producto de lo anterior, surgió un importante escepticismo frente al uso de políticas monetarias basadas en reglas de comportamiento de variables correlacionadas con la inflación.

Tras el agotamiento del uso de objetivos intermedios, los objetivos explícitos de inflación comenzaron a ser adoptados, primero por Nueva Zelanda en 1990, bajo el Policy Targets Agreement, a quien le siguió Canadá en febrero de 1991, y después Inglaterra en octubre de 1992.

Es claro entonces el porque en este capitulo se trata de describir la experiencia de dichas naciones bajo el esquema de objetivos de inflación, es decir, porque estas naciones han llevado dicho esquema durante mas años.

Además de estos tres países, también se ha incluido una descripción general de la experiencia chilena con las metas de inflación. La relevancia de este país para nuestro estudio es clara, ya que esta nación latinoamericana tiene una economía similar a la nuestra y además está siempre es comparada con nuestro país en cuanto a su desarrollo.

Antes de presentar la experiencia particular de cada país y a manera de introducción, en el cuadro II.1 se presenta un resumen sobre los aspectos iniciales de la aplicación del esquema en cada país esto con el fin de dar al lector un primer acercamiento hacia las características propias de la experiencia de estas naciones, para después pasar a describir más detalladamente dichas experiencias, así como la situación preliminar de cada nación, y así también hacer una breve descripción de la evolución de cada país posterior a la aplicación de las metas de inflación.

Cuadro II.1

ASPECTOS SELECCIONADOS DEL REGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN

País	Fecha de Adopción	Tasa de Inflación prevaleciente en el momento de la adopción	Tasa de meta y horizonte	Índice de precios	Acuerdo Institucional de la meta de inflación
Nueva Zelanda	Mar-90	5.8%	0-2 % durante los 5 años en el cargo del gobernador	IPC excluidos servicios de crédito	Fijado en los acuerdos de metas de inflación (AMI) entre el ministro de Finanzas y el gobernador del Banco de Reserva de Nueva Zelanda
Canadá	Feb-91	4.8%	1-3 % durante 1998	IPC excluidos alimentos, energía e impuestos indirectos	Fijado por el ministro de Finanzas y el gobernador del Banco de Canadá
Inglaterra	Oct-92	3.8%	2.5% + 0 - 1 %	IPM excluidos los pagos por intereses de hipoteca (RPIX)	Fijado por el canciller de la Tesorería
Chile	Sep-90	27%	20% para 1991, 3.5% para el final de la década	CPI	Fijado por el Banco Central Chileno

FUENTE: Rambarran, Anston. "El alcance del establecimiento de metas de inflación en una economía en desarrollo". MONETARIA, CEMLA. Vol. XXIV, N° 4. 2001.

II. 1. Nueva Zelanda

Nueva Zelanda fue el primer país en adoptar una meta inflacionaria, lo que hizo aunado a una reforma institucional contenida en el "Reserve Bank Act de 1989". En esta reforma, la cual otorgó independencia al Banco Central y además determinó que el único objetivo de la política monetaria sería asegurar la estabilidad de precios, se obliga al Gobernador del Banco Central y al Ministro de Finanzas a acordar metas económicas (Policy Target Agreements, PTA) para la instrumentación de la política monetaria. Estas metas económicas se han anunciado como metas inflacionarias, aunque las reglas permiten definir las como cualquier otra meta monetaria cuyo objetivo final sea la estabilidad de precios.

II. 1. 1 Situación Previa

La definición de metas inflacionarias oficiales en 1991 fue parte de un proceso de reforma estructural que comenzó en 1984 con un nuevo gobierno. Hasta ese año Nueva Zelanda era una economía con un alto nivel de protección, mantenía controles sobre precios y salarios, y sus mercados financieros estaban muy regulados. Sus resultados económicos indicaban tasas de crecimiento menores a las de los otros países miembros de la OECD, déficit fiscales y de balanza de pagos persistentes, desempleo alto e inflaciones elevadas y variables.

El proceso de reforma estructural tomó varios años. A partir de 1984 comenzó la eliminación gradual de los esquemas de subsidios a la agricultura y las exportaciones; se procedió a la apertura comercial con Australia; y se reformó el sistema impositivo. En cuanto a la política cambiaria, se pasó de un sistema de desliz constante a un sistema de libre flotación. Asimismo, se inició un proceso de desregulación financiera.

Como resultado de este proceso de reforma, en 1984 y 1985 el tipo de cambio flotó libremente, el cual, al registrar una depreciación, incrementó la inflación anual a un nivel de aproximadamente 15 por ciento.

Dada la inestabilidad existente en la relación entre los agregados monetarios tradicionales y los precios, el Banco Central optó por no fijar metas sobre agregados monetarios. El Banco siguió un enfoque más pragmático, en el cual para la ejecución de la política monetaria se consideraba el desempeño de varios indicadores (tipo de cambio, nivel y estructura de tasas

de interés, agregados monetarios, expectativas de inflación, etc.) sin concentrarse en ninguno en particular. Para diciembre de 1986 la inflación anual llegó a un nivel superior a 18 por ciento. En respuesta, el Banco Central dispuso seguir políticas conservadoras que aunadas al contexto de apertura comercial y desregulación del sistema financiero, lograron que a principios de 1989 la inflación bajara a un nivel de aproximadamente 4 por ciento (las tasas de interés reales aumentaron y el tipo de cambio real se apreció). Asimismo, como resultado de dichas políticas, se experimentó una continua desaceleración de la actividad económica. Para finales de 1989, la inflación registró un repunte y llegó a un nivel de aproximadamente 7 por ciento.

Por estas razones en el final de los ochenta los esfuerzos se dirigieron a institucionalizar el objetivo antiinflacionario de la política monetaria y a crear las condiciones para asegurar su efectividad. Entre estas medidas, se incluyó el establecimiento de una mayor independencia para el Banco Central de Nueva Zelanda, el cual previamente había operado con un grado limitado de autonomía en materia de política monetaria. Este proceso culminó con la promulgación en 1989 de la “Reserve Bank Act”, la cual estipuló que la tarea principal del Banco Central sería la de formular y aplicar la política monetaria en función del objetivo económico de alcanzar y mantener la estabilidad del nivel general de precios. De acuerdo al Acta, el objetivo de estabilidad de precios debería ser detallado claramente a través del “Policy Targets Agreement (PTA)”, el que debía ser acordado periódicamente por el gobernador del Banco Central y el Ministro de Finanzas⁷.

II. 1. 2 Establecimiento de las metas inflacionarias

En el contexto de esta serie de reformas, a principios de 1990 se estableció el primer PTA que definía objetivos en relación al crecimiento anual del índice de precios al consumidor. Los objetivos se definieron como un intervalo de +/-1 punto porcentual alrededor de la meta de inflación. Esto último con el objeto de reconocer que en términos prácticos resulta imposible modular los cambios de política para lograr un nivel de inflación exacto. No obstante, el punto medio de la banda es el objetivo de inflación, y no la propia banda. Así, el primer PTA establecía un objetivo de inflación anual de 0 a 2 por ciento para diciembre

⁷ Jiménez S. y Rojas P. “Objetivos de Inflación. Consideraciones Teóricas y evidencia empírica”. En : Estudios Públicos. No. 65. Chile. 1997.

de 1992, es decir, una meta de 1 por ciento con una banda de +/- 1 punto porcentual. En abril de 1990 se determinaron metas intermedias de 3 a 5 por ciento para diciembre de 1990 y de 1.5 a 3.5 por ciento para diciembre de 1991. En diciembre de 1990, el plazo para esta última meta se extendió hasta diciembre de 1992. El segundo PTA se anunció en febrero de 1991 y se definieron nuevas metas de 2.5 a 4.5 por ciento para diciembre de 1991 y de 1.5 a 3.5 por ciento para diciembre de 1992. En el tercer PTA anunciado en diciembre de 1992 se acordó un objetivo de inflación de largo plazo entre 0 y 2 por ciento.

La Sección 11 del “Reserve Bank Act” designa al Gobernador del Banco Central como el responsable del desempeño de la política monetaria. Dicho desempeño es juzgado con base en las desviaciones de las metas especificadas en los PTA⁸.

En este sentido, cabe mencionar que aun cuando el programa económico de Nueva Zelanda ha priorizado el establecimiento de una alta autonomía de las operaciones monetarias del Banco Central, el Acta de Autonomía del Banco Central contempla una importante consideración según la cual es el gobierno y no el Banco Central el que define los objetivos de inflación. A pesar de esto último, en la práctica se ha alcanzado un grado considerable de colaboración entre el gobierno y el Banco en el proceso de establecer los objetivos explícitos de inflación. Por otra parte, y de acuerdo al Acta de Autonomía, el gobierno no puede participar e instruir al Banco en la operatoria de la política monetaria, dándole un alto grado de independencia en sus operaciones diarias, por lo que la normatividad le otorga plena libertad al Gobernador del Banco para elegir los medios necesarios para alcanzar las metas señaladas. Debido a esta disposición, el Banco Central ha acumulado una reputación como el banco central más independiente del mundo, a pesar de que su independencia no es absoluta⁹.

Con el esquema de metas inflacionarias, la política monetaria se ha ejecutado de acuerdo con la situación de la inflación observada y esperada con respecto a la meta. Así, por ejemplo, en septiembre de 1991 el Banco Central de Nueva Zelanda tomó medidas para

⁸ Existe la creencia que el estatuto liga la permanencia en el cargo y la remuneración del Gobernador del Banco Central al logro de las metas definidas en el PTA. En realidad, lo único que fue regulado explícitamente es la facultad del Ministro de Finanzas para negar la renovación del Gobernador en su puesto en caso de que su actuación se juzgue insatisfactoria.

⁹ Esto por cuanto posee independencia sólo en los instrumentos y políticas que aplica, pero no en la determinación de los objetivos. Cfr. Brash, Donald T. “Inflation targeting: an alternative way of achieving price stability” . p. 36-45. En: Reserve Bank of New Zealand Bulletin . Vol. 62, No. 1 . 1999.

relajar las condiciones monetarias y prevenir que la inflación terminara por debajo de la meta.

Además, la instrumentación de la política monetaria se basa en el control cuantitativo de la liquidez diaria. El Banco Central determina un objetivo diario de la liquidez global del sistema, independiente de la demanda por ésta, de manera que los bancos necesiten liquidez adicional con regularidad. Esto permite que el Banco Central tenga que proporcionar la liquidez faltante mediante otros instrumentos (subastas de créditos, operaciones de mercado abierto, etc.), lo que le abre la posibilidad de afectar, en caso necesario, la evolución de las tasas de interés del mercado.

Cabe mencionar que el sistema establecido por Nueva Zelanda permite cierta flexibilidad en el caso de que se diesen sucesos no pronosticados, es decir, ante perturbaciones exógenas transitorias. En este caso el Banco permite desviaciones en las tasas mensuales de inflación, sin modificar su política. Las perturbaciones por las cuales se permiten desviaciones de la meta definidas en el PTA son: cambios en los términos de intercambio, en el IVA, desastres naturales, cambios significativos en impuestos directos y cambios en las tasas de interés que provoquen divergencias relevantes entre los cambios en el IPC con y sin costos hipotecarios¹⁰.

Para darle formalidad a esta práctica, se utiliza un índice de precios al consumidor que excluye cambios en el IVA, precios de energía, precios de vivienda y costos hipotecarios. Asimismo, el Banco reconoce que la política monetaria tiene rezagos de 2 a 8 trimestres en su impacto sobre la inflación. El rezago de la política monetaria sobre la inflación ha propiciado que la política monetaria reaccione más a las presiones inflacionarias esperadas que a los movimientos observados de los precios.

En congruencia con lo último señalado, el citado Banco Central requiere de información confiable sobre los pronósticos de inflación para determinar la política monetaria adecuada. Por esta razón, el Banco Central produce trimestralmente pronósticos de inflación oportunos¹¹ que pueden sugerir cambios en la tendencia de los precios. En este contexto, el tipo de cambio es considerado una variable clave en la operación de la política monetaria,

¹⁰ Sherwin, Murray. "Strategic choices in inflation targeting: the New Zealand experience". p. 73-83. En: Reserve Bank of New Zealand Bulletin (Wellington). Vol. 62, No. 2. 1999.

¹¹ Los cuales genera con base en un sistema estructural de ecuaciones econométricas y con otras herramientas como análisis de indicadores adelantados o modelos de vectores autorregresivos. Jiménez. Op. Cit.

debido a que tiene una fuerte e inmediata influencia sobre el nivel de precios Aunque el nivel del tipo de cambio no representa una meta en sí misma, la autoridad monetaria mantiene implícitamente una banda (llamada zona de confort) alrededor de éste. Esta zona de confort no es anunciada y es modificada con cada nueva estimación de la inflación esperada. Sin embargo, si el tipo de cambio se aleja de esta zona, el Banco Central invariablemente interviene con anuncios sobre su política (policy statements) y a través de operaciones de mercado abierto, para afectar el nivel y la estructura de las tasas de interés de corto plazo.

Como una manera de fortalecer el entorno antiinflacionario y aumentar así la credibilidad del objetivo explícito de inflación, el programa económico ha tendido a enfatizar cada vez más la transparencia de la gestión de las autoridades. De esta forma, existe un claro entendimiento tanto del gobernador del Banco Central como de las demás autoridades del PTA, y en particular los objetivos explícitos de inflación deben ser mirados como los patrones contra los cuales se evalúa la gestión de la autoridad monetaria. Adicionalmente, se ha establecido que el Banco Central debe publicar cada seis meses un informe oficial que resuma los hechos acontecidos en política monetaria de los últimos seis meses y, también, un detalle de cómo la política monetaria de estabilidad de precios será conducida en los períodos siguientes. Sobre la base de los contenidos de este informe, el gobernador del Banco Central es regularmente examinado por el parlamento.

En conjunto con los objetivos explícitos de inflación, el gobierno de Nueva Zelanda también ha emprendido una política fiscal austera con objetivos específicos de reducción del déficit. De esta forma, se ha buscado reducir el riesgo de llegar a necesitar financiamiento para déficit futuros que pudieran presionar sobre la política antiinflacionaria del Banco Central. En efecto, después de dos décadas de persistentes déficit que alcanzaron a más del 5% del PIB, el gobierno central ha tendido a aproximarse al equilibrio fiscal en 1993 y 1994. Por otra parte, para incrementar la transparencia de la posición fiscal, en 1991 el gobierno cambió su contabilidad del presupuesto a una de base devengada¹². Adicionalmente, y para reforzar la independencia del Banco Central, el gobierno y el Banco

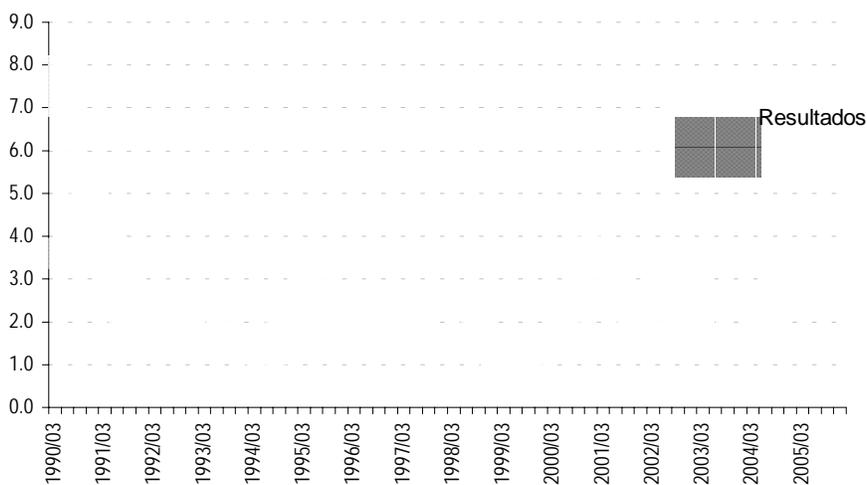
¹² Por ejemplo, bajo esta metodología los pasivos provisionales son tratados como gastos cuando ellos se incurren y no cuando ellos son pagados.

revisaron los convenios de financiamiento del instituto emisor, reemplazando el sistema previo por uno que establece un acuerdo de financiamiento de mediano plazo (5 años).

II. 1. 3. Evolución posterior

Como se puede observar en la gráfica II. 1, a partir de la firma del primer PTA en marzo de 1990 la inflación en Nueva Zelanda disminuyó hasta situarse dentro del rango objetivo en septiembre de 1991. Desde ese año y hasta finales de 1994, aunque la inflación registró oscilaciones, nunca abandonó su banda. Durante 1995, mientras la inflación medida por el IPC superó el nivel máximo de la banda objetivo situándose en un nivel de 4 por ciento a mediados de 1995 para luego retomar una tendencia decreciente, la inflación subyacente ha oscilado alrededor del límite superior.

Gráfica II.1



Datos de la Inflación Trimestral Anualizada

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Trimestral Variación Anual, Economic Indicators, Reserve Bank of New Zealand.

La trayectoria de las tasas de interés se modificó en forma drástica con la introducción del primer PTA. Desde principios de 1991 hasta finales de 1993, las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo se redujeron desde el 12 hasta el 5 por ciento; la pendiente de la curva de rendimiento permite deducir que el éxito en la reducción de la inflación se debe al abatimiento de las expectativas inflacionarias. A partir de 1994 las tasas de interés de corto

y largo plazo comenzaron a repuntar, alcanzado en julio de ese año un nivel de aproximadamente 9 por ciento; las tasas de interés han oscilado alrededor de ese nivel hasta fechas recientes. No obstante, el descenso en las tasas de interés nominales combinado con las menores inflaciones, mantuvo las tasas de interés reales en niveles elevados.

Con base en los resultados presentados, se puede concluir que, en términos generales, el esquema de metas de inflación ha sido exitoso. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que la instrumentación de la estrategia de metas inflacionarias estuvo aunada a una serie de reformas, a un proceso de liberalización y modernización, y en sus inicios, a la caída en el ritmo de la actividad económica. Por lo tanto, no es posible asignar a la estrategia de metas de inflación todo el éxito obtenido. En todo caso, como lo declaran las autoridades de Nueva Zelanda, la existencia de la meta ha actuado, en diversas ocasiones, reforzando sus decisiones de implementar las medidas de reforma requeridas.

Así también, el desempeño del crecimiento económico de Nueva Zelanda bajo la política de objetivos explícitos de inflación es difícil de evaluar. Luego de una drástica caída durante el primer año del nuevo régimen, el producto ha tendido a crecer en torno al 4,5% promedio anual durante los últimos años. Además, dado el entorno internacional que ha enfrentado Nueva Zelanda en los últimos años, es difícil determinar si las actividades que decayeron inicialmente lo hicieron como consecuencia del programa de reducción de la inflación o por otros factores, tales como la recesión experimentada por los principales socios comerciales de Nueva Zelanda.

Sin embargo, es importante mencionar que las autoridades neocelandesas han podido reducir la tasa de inflación sin grandes incrementos en la tasa nominal de interés de corto plazo. En efecto, desde fines de 1990, las tasas de interés tanto de corto plazo como de mediano plazo han exhibido, en general, una tendencia decreciente.

II. 2. Canadá

A partir de 1991, Canadá optó por definir metas inflacionarias explícitas. El 26 de febrero de 1991 se anunciaron las primeras de ellas, de manera coordinada entre el gobierno y el Banco de Canadá. El primero anunció las metas inflacionarias, mientras que el segundo emitió un comunicado de prensa definiendo los detalles de su operación bajo el nuevo esquema.

II. 2. 1 Situación Previa

El Banco de Canadá, desde hace ya varios años, ha manifestado como su objetivo de largo plazo la procuración de la estabilidad de precios. Para lograr dicho objetivo, de 1975 a 1982 mantuvo una meta nominal intermedia de corto y mediano plazo basada en el agregado monetario M1 (billetes y monedas + depósitos a la vista). Sin embargo, debido a problemas de inestabilidad en la relación entre M1 y variables finales como la inflación y el gasto nominal, en 1982 el Banco decidió abandonar este tipo de esquema. A partir del abandono de M1 como meta intermedia para la política monetaria, el Banco de Canadá se embarcó en una búsqueda infructuosa de un ancla alternativa. Al no encontrar ningún agregado que fuera suficientemente estable para utilizarlo como meta, el Banco Central optó por utilizar una combinación de agregados monetarios y crediticios, pero sólo en su papel de variables de información.

Así, de 1982 a 1991 la política monetaria de Canadá se ejecutó con base en la estabilidad de precios como su objetivo de largo plazo, pero sin metas intermedias o algún horizonte específico para lograr dicho objetivo.

En 1988 se inició un periodo de desaceleración paulatina de la actividad económica, misma que llevó a una recesión a finales de 1990. En ese mismo año, el déficit público como proporción del PIB llegó a 6.3 por ciento, lo que contribuyó, en gran medida, a elevar las tasas reales de interés, recrudeciendo así la recesión y el desempleo. Por su parte, la inflación, que hasta 1988 había fluctuado alrededor de 4 por ciento, para el mes de enero de 1991 alcanzó un nivel de 6.9 por ciento con respecto al año anterior. La combinación de recesión, elevada inflación y déficit fiscal hacía muy difícil la caída de las expectativas inflacionarias para los años subsecuentes¹³.

II. 1. 2 Establecimiento de las metas inflacionarias

En un intento de hacerle frente tanto a la recesión económica como a la indisciplina fiscal, el 26 de febrero de 1991 el Gobernador del Banco de Canadá junto con el Ministro de Hacienda anunciaron un compromiso para procurar la estabilidad de precios. Dicho compromiso fue formalizado con el planteamiento de objetivos específicos de inflación, expresados en términos de incrementos anuales del índice de precios al consumidor (IPC).

¹³ Crawford, Allan. "Strategic choices in inflation-targeting: the experience of Canada". 1999.

Los objetivos a los que se comprometieron las autoridades fueron los siguientes: 3 por ciento de inflación anual para el final de 1992, 2.5 para mediados de 1994 y 2 por ciento para finales de 1995, con una banda de +/-1 punto porcentual. Las metas de inflación representaron la primera declaración pública de un horizonte de mediano y largo plazo que perseguía la estabilidad de precios con lineamientos específicos para la conducción de la política monetaria.

En adición al establecimiento de metas inflacionarias, se instrumentaron medidas económicas con la finalidad de dirigir a la economía canadiense hacia un ambiente que favoreciera el cumplimiento de las metas de inflación. Entre estas medidas destacan:

- Plan fiscal, con la pretensión de situar el déficit fiscal en 1 por ciento como proporción del producto para 1995.
- Reforma de la regulación bancaria, suprimiendo las barreras que aún existían entre banca, agencias aseguradoras, cooperativas y sociedades de crédito, y abriendo la posibilidad de integración de los distintos tipos de entidades.
- Eliminación gradual del encaje legal, hasta alcanzar cero en un plazo de dos años.

A raíz de que se eligió nuevo Gobernador del Banco Central y un nuevo gobierno general para Canadá, en diciembre de 1993 se reafirmó el compromiso con las metas de inflación mediante un nuevo anuncio conjunto. Asimismo, se extendió el plazo para cumplir el rango objetivo de 1 a 3 por ciento de inflación hasta diciembre de 1998. Además, se cambió el énfasis de los puntos medios a la banda en sí.

En la determinación de las metas de inflación se consideró importante enfatizar la necesidad de que éstas fueran creíbles. Por esta razón, las metas se anunciaron conjuntamente por el gobierno y el Banco Central, para dar así la señal de compromiso de todas las autoridades relevantes con las metas de inflación. Adicionalmente, se consideró que al proveer de información al mercado sobre los objetivos específicos del Banco Central, las metas ayudarían a hacer que el público comprendiera mejor sus acciones y tuviera más elementos para juzgar su desempeño.

Asimismo, para que el público fuera adquiriendo credibilidad en el esquema, se consideró esencial que la meta para la primera evaluación, que se fijó para finales de 1992 (22 meses después del anuncio), se alcanzaría con éxito.

Con el establecimiento de las metas inflacionarias, el gobierno y el Banco de Canadá se propusieron cubrir tanto objetivos de corto como de largo plazo. Para el largo plazo se buscó lograr la estabilidad de precios, mientras que para el corto plazo se buscó ayudar a amortiguar choques inflacionarios exógenos, por ejemplo, el choque petrolero por la Guerra del Golfo o el ocasionado por la reforma impositiva con la introducción del IVA¹⁴, de manera que los individuos pudieran ver más allá de estos eventos temporales e incorporaran la trayectoria de disminución de la inflación en sus procesos de decisión.

El índice de precios elegido para medir el objetivo de inflación es el índice de precios al consumidor (IPC), por ser éste el más conocido y utilizado por los agentes económicos. En adición, el Banco de Canadá, en la práctica operativa, se guía por un índice de inflación subyacente (IPCs) que excluye del cálculo del IPC los conceptos de alimentos, energía e impuestos indirectos. Es importante mencionar que ambos índices suelen compartir la tendencia, por lo que el seguimiento del segundo permite alcanzar los objetivos para el primero. No obstante, en caso de presentarse una divergencia entre los índices señalados, el IPC mantiene la función de definir la orientación global de la política monetaria en el mediano plazo.

En cuanto a la política monetaria, el Banco de Canadá ha indicado claramente que para lograr las metas de inflación establecidas, éste ejerce acción inmediata cuando detecta que la inflación mantiene una tendencia a salirse de la banda. Por tanto, cuando la inflación subyacente ha estado por arriba de la meta, el Banco ha restringido su política monetaria, mientras que en el caso contrario el Banco Central la ha relajado. Por otro lado, si se juzga que la desviación de la inflación es temporal, el Banco se ha abstenido de modificar su política monetaria.

Además de la inflación subyacente, el Banco de Canadá vigila y utiliza diversos indicadores para evaluar la situación económica y detectar la existencia de presiones inflacionarias. Entre estos indicadores destacan: la expansión de los agregados monetarios amplios, el comportamiento del crédito al sector privado, el crecimiento del gasto nominal

¹⁴ Freedman, Charles. "Inflation targeting and the economy: lessons from Canada's first decade" p. 2-19. En: Contemporary Economic Policy / Western Economic Association . -- Vol. 19, No. 1 (Junio 2001).

y el índice de condiciones monetarias¹⁵ (ICM). También se elaboran periódicamente proyecciones de inflación para el mediano plazo (6-7 años), corto plazo (7-8 trimestres) y muy corto plazo (2-3 trimestres).

Por otro lado, el Banco de Canadá se compromete a no modificar su objetivo inflacionario a menos que se presenten circunstancias muy especiales, como pueden ser: un aumento de gran magnitud en los precios del petróleo o un desastre natural. Asimismo, el Banco estableció con anticipación los casos en los que algún tipo de perturbación pudiera generar desviaciones con respecto a los objetivos de inflación. Entre dichas perturbaciones destaca el impacto que sobre la tasa de inflación tiene un aumento en los impuestos indirectos que no hubiese estado previsto al momento de establecerse los objetivos de inflación. Dichas desviaciones pueden tener efectos sobre la inflación a corto plazo, sin menoscabo de continuar procurando el alcance de las metas inflacionarias establecidas. Es por ello que las perturbaciones de menor magnitud se asimilan dentro de una banda de desviaciones permisibles para la inflación de +/- 1 punto porcentual.

II. 1. 3. Evolución posterior

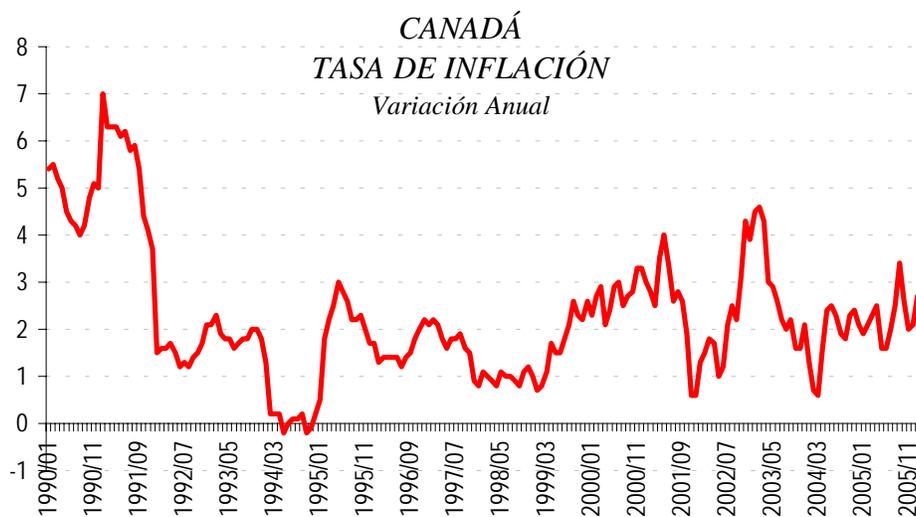
Las primeras metas inflacionarias anunciadas fueron recibidas con escepticismo, ya que se cuestionaba que la meta de 3 por ciento para el final de 1992 fuera alcanzada. Cuando al final de 1992 la meta se cumplió, siendo la inflación 2.1 por ciento, sólo un poco arriba del borde inferior de la banda de la meta, las expectativas de inflación disminuyeron. Como se puede observar en la gráfica II.2, desde entonces y hasta principios de 1995 la inflación medida a través del índice de precios al consumidor permaneció por abajo del borde inferior de la banda, aunque el Banco de Canadá argumentó entonces que la inflación medida por la variante del índice de precios, sobre el cual operativamente basa sus decisiones, se mantuvo en el borde inferior de la banda. A partir de 1995 la inflación ha oscilado dentro de la banda.

El efecto de la estrategia sobre las expectativas inflacionarias fue favorable a juzgar por la disminución de las tasas de interés de corto y largo plazo. Desde el inicio de la estrategia las tasas de interés de corto plazo tuvieron un decremento considerable, de

¹⁵ Este índice incorpora los efectos de los cambios de las tasas de interés y del tipo de cambio sobre la economía real. El índice se utiliza como una medida agregada de los cambios en las condiciones monetarias producto de la política monetaria o de perturbaciones en los mercados de dinero y cambiario.

aproximadamente 4 puntos porcentuales hasta mediados de 1992. Las tasas de interés de largo plazo tuvieron descensos significativamente menores de aproximadamente 2 puntos porcentuales. Pese a dicha disminución, las tasas de interés reales permanecieron en niveles altos dada la disminución de la inflación. A partir de 1993 las tasas de interés de corto y largo plazo han oscilado en los rangos de 4 a 8 y 8 a 10 por ciento, respectivamente. Aunque al inicio de la estrategia Canadá se encontraba en una etapa recesiva del ciclo económico, a partir de 1992 el éxito de las metas de inflación se enmarca dentro de una fase expansiva del PIB, lo cual le da mayor relevancia a la evolución favorable de los precios. No obstante, es necesario recordar que esta estrategia es parte de una serie de reformas económicas estructurales, las cuales en su conjunto, han propiciado una mayor estabilidad de la economía canadiense.¹⁶

Gráfica II.2



Datos de la Inflación Mensual Anualizada

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Mensual Variación Anual, INEGI. Con base en cifras de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y el Fondo Monetario Internacional.

¹⁶ Mateos. Op. Cit.

II. 3. Inglaterra

Inglaterra adoptó metas inflacionarias explícitas a partir de octubre de 1992. Esta decisión fue anunciada por el gobierno a raíz de que la libra esterlina abandonó el Mecanismo Europeo de Paridades Cambiarias y pasó a un régimen de flotación.

II. 2. 1 Situación Previa

A partir de 1976, el Banco de Inglaterra anunció formalmente objetivos para el crecimiento del agregado monetario M3. La experiencia al inicio fue satisfactoria, pero en 1979, después de la liberalización financiera, comenzó a diluirse la relación estrecha entre M3 y la inflación. Finalmente, en 1986 las metas monetarias se abandonaron y el tipo de cambio comenzó a utilizarse como ancla nominal. De 1986 a principios de 1988, la inflación medida por el IPC se mantuvo en un rango de entre 2 y 5 por ciento.

En 1988, la economía británica entró en un ciclo de actividad económica descendente que se transformó en recesión a partir del cuarto trimestre de 1990 (coincidiendo con su incorporación al Sistema Monetario Europeo (SME)). Durante este mismo periodo, tanto la inflación como las tasas de interés de corto y largo plazo aumentaron progresivamente, llegando a niveles máximos en octubre de 1990 de 10.9 por ciento las primeras y de 15 por ciento las segundas. A partir de ese mes, con la incorporación al SME y la adhesión de la libra esterlina al Mecanismo Europeo de Paridades Cambiarias, la inflación comenzó a disminuir, ya que por un lado la disciplina sobre el tipo de cambio dada por el ERM funcionó satisfactoriamente como instrumento para atar las expectativas inflacionarias y por otro lado la demanda agregada se vio disminuida por efecto de la recesión. Así, para octubre de 1991 la inflación había bajado a un nivel de 3.7 por ciento. Aunque las tasas de interés también bajaron situándose entre 9 y 10 por ciento, los mercados percibieron que dichos niveles de tasas de interés, necesarios para mantener la paridad ante la política monetaria restrictiva de Alemania, eran incongruentes con la situación recesiva y hacían que la sostenibilidad de las políticas adoptadas no fueran creíbles en el mediano plazo. Esta situación dio lugar a presiones sobre el mercado cambiario, redundando en septiembre de 1992 en un ataque especulativo que obligó a Inglaterra a abandonar el ERM. Como resultado de la pérdida del ancla nominal del tipo de cambio, fue necesario diseñar un

esquema de política que lograra mantener la inflación bajo control y aumentara la credibilidad del compromiso de largo plazo de las autoridades con la estabilidad de precios.

II. 1. 2 Establecimiento de las metas inflacionarias

Un mes después del abandono de la Libra del ERM, el gobierno anunció las metas explícitas de inflación como guía en la determinación de la política monetaria. Las fechas para cumplir el objetivo de abatimiento de la inflación no quedaron claramente determinadas: se anunció que la meta era mantener la inflación anual en un rango de 1 a 4 por ciento en el corto plazo, en un rango de 1 a 2.5 por ciento en el mediano plazo y lograr una inflación en largo plazo menor al 2 por ciento. En todos estos casos no se da referencia a un punto central.

En definitiva, a pesar de que la regla es precisa en cuanto a la determinación de los rangos objetivo, la regla es flexible dada la imprecisión del horizonte temporal sobre el cual se aplica. Dado que en Inglaterra no existe independencia formal del Banco Central, la decisión de metas inflacionarias vino directamente del Ministro del Tesoro (*Chancellor of the Exchequer*). Las metas se definieron en términos de la inflación anual medida por el índice de precios al menudeo que excluye costos hipotecarios (RPIX), debido a que dichos pagos se encuentran influenciados por los cambios en las tasas de interés oficiales (que son el instrumento de política).

En Inglaterra, al igual que en Nueva Zelanda, las autoridades han determinado que la política monetaria debe actuar con visión hacia el futuro y reaccionar más a las presiones inflacionarias esperadas que a la inflación prevaleciente.

El Banco de Inglaterra sigue operativamente la inflación subyacente, para lo cual utiliza un índice de precios al menudeo que excluye tanto el pago de intereses por hipoteca como el pago de impuestos indirectos (RPIY). Así, las autoridades han determinado que la guía más adecuada para determinar la política monetaria es el pronóstico más preciso que se pueda obtener de la distribución de probabilidad de la inflación en un cierto horizonte, definido por el tiempo en que dicha política tarda en afectar al nivel de precios¹⁷.

¹⁷ La instrumentación de la política monetaria en Inglaterra se caracteriza por la intervención diaria del Banco de Inglaterra en el mercado de dinero a través de operaciones de mercado abierto, realizando un seguimiento estrecho de las condiciones de liquidez. Así, mediante las referencias de precio que establecen las operaciones de reporto y a través del efecto indirecto logrado con el ajuste de cantidades, el Banco de Inglaterra influye sobre las tasas de interés.

El Banco de Inglaterra analiza constantemente las variables que pueden dar información sobre las tendencias inflacionarias. En este sentido le da seguimiento a indicadores que resultan de encuestas sobre expectativas de inflación y de empleo, así como a los agregados monetarios y al tipo de cambio. A partir de octubre de 1992, el *Chancellor of the Exchequer* solicitó al Banco de Inglaterra producir una evaluación periódica del progreso hacia la meta inflacionaria. Esta evaluación se hace pública mediante un reporte trimestral, el "Inflation Report". En sus inicios, este reporte fue un documento interno, pero a partir de febrero de 1993 se publica puntualmente. El documento presenta el pronóstico oficial del Banco Central de la inflación para los siguientes dos años. El horizonte del pronóstico se definió de esa manera por considerarse que es en ese lapso en el que la política monetaria tiene su mayor efecto sobre el nivel de precios. El documento incluye también los pronósticos de inflación de diversos analistas¹⁸.

Cabe destacar la orientación didáctica de estos informes, lo que evidencia el intento de favorecer la comprensión por parte del público de la evolución de las principales variables económicas, en particular de la inflación. El objetivo de estos informes es hacer accesible a los agentes económicos información que les permita interpretar la función de reacción de las autoridades monetarias. La información contribuye, en esta perspectiva, a reducir la incertidumbre en los mercados y a disciplinar a la autoridad monetaria.

Además del "Inflation Report", existen otros elementos de carácter institucional que han reforzado la credibilidad de la política antiinflacionaria de las autoridades británicas, tales como: la formalización de las reuniones del Gobernador del Banco y del *Chancellor of the Exchequer* para determinar las tasas de interés; la publicación de las minutas de dichas reuniones dos semanas después de la siguiente reunión, en vez de 30 años después, como era determinado por la regulación anterior; y la mayor discrecionalidad que obtuvo el Banco Central a partir de noviembre de 1993 para determinar el momento preciso para las modificaciones a las tasas de interés determinadas en las reuniones con el *Chancellor of the Exchequer*.

¹⁸ Mateos. Op. Cit

II. 1. 3. Evolución posterior

Como se puede observar en la gráfica II. 3, la inflación en Inglaterra llegó a su nivel máximo de los últimos años a finales de 1990, con un nivel de aproximadamente 9 por ciento anual. Posteriormente, al ejercer el tipo de cambio su papel como ancla nominal y por efecto de la recesión que sucedió entonces, la inflación disminuyó a un nivel de aproximadamente 5 por ciento anual en octubre de 1991, permaneciendo alrededor de este nivel durante 1992.

Después de adoptar las metas de inflación, el ritmo de crecimiento de los precios disminuyó. La inflación entró en la parte inferior del rango de 1 a 4 por ciento a principios de 1994, donde se mantuvo hasta diciembre de ese año. A partir de enero de 1995 y hasta la fecha, la inflación ha permanecido oscilando en un nivel alrededor de 3 por ciento.

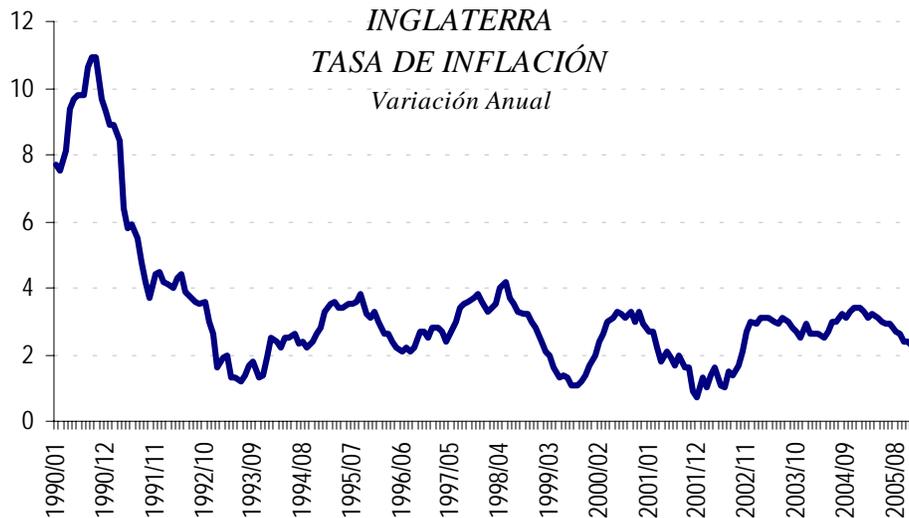
Es importante resaltar que en cuanto a las otras definiciones de inflación, el comportamiento ha sido similar y bajo ninguna definición ésta se ha salido de los límites.

En cuanto a las tasas de interés, inmediatamente después del abandono de la libra del ERM, la tasa de interés de corto plazo disminuyó aproximadamente 3 puntos porcentuales. A partir del establecimiento de las metas inflacionarias, las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo comienzan una fase descendente que culmina en enero de 1994, cuando alcanzan sus niveles más bajos de 5 y 7 por ciento respectivamente. Esta caída en las tasas de interés valida el efecto favorable sobre las expectativas de la estrategia antiinflacionaria. A principios de 1994 la tasa de interés de largo plazo sufre un repunte que la sitúa en un nivel entre el 8 y 9 por ciento, mismo que ha mantenido hasta la fecha. La tasa de interés de corto plazo tuvo un repunte gradual que la situó en un nivel alrededor de 6 por ciento para enero de 1995, sobre el cual ha venido fluctuando¹⁹.

El establecimiento de las metas de inflación en Inglaterra ha sido exitoso. El esquema ha propiciado menores expectativas inflacionarias y por consiguiente un menor ritmo de crecimiento de los precios, en un entorno de crecimiento económico.

¹⁹ Allen, William A. "Inflation targeting: the British experience". Bank of England, Centre for Central Banking Studies, 1999.

Grafica II.3



Datos de la Inflación Mensual Anualizada

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Mensual Variación Anual, INEGI. Con base en cifras de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y el Fondo Monetario Internacional.

En contraste con los casos de Nueva Zelanda y Canadá, el régimen de objetivos explícitos de inflación en Inglaterra representó en cierta forma un relajamiento de la política monetaria, comparado con el período de asociación al ERM.

A diferencia de Nueva Zelanda, el espacio con que ha contado el Banco Central de Inglaterra para realizar una política monetaria independiente ha sido siempre bastante limitado. Incluso más, éste no recibió ningún incremento en su autonomía como consecuencia de la implementación de la política de objetivos explícitos de inflación y, a diferencia de otros países que han seguido este esquema, las decisiones de política monetaria en Inglaterra son tomadas por el gobierno y no por el Banco Central. Adicionalmente, el gobierno de Reino Unido no realizó ningún compromiso en su agenda fiscal para complementar la política de objetivos de inflación. Sin embargo, con el fin de aumentar la credibilidad de la política de control de la inflación, se amplió el grado de información que recibía el público sobre la gestión del Banco Central en materia monetaria. En particular, el Banco Central de Reino Unido se ha comprometido a publicar trimestralmente un detallado informe sobre la evolución de la política de objetivos. En él se describe la gestión del instituto emisor en el control de la inflación, incorporando una discusión de sus procedimientos de pronóstico y un esbozo de cómo intenta cumplir con

los objetivos de inflación. Además de publicar la proyección de inflación, se hace una estimación de los riesgos involucrados, vale decir, la distribución de probabilidades de la inflación futura. Este tipo de estimación requiere de información proveniente de una variedad de indicadores y puede ser considerado como un objetivo intermedio de la política monetaria²⁰.

Durante el período que ha operado el programa de objetivos en Inglaterra, la inflación se ha ubicado dentro del rango objetivo de mediano plazo, esto último a pesar de la substancial depreciación experimentada por la libra durante este período. En la actualidad, la tasa de inflación en Inglaterra se ubica en torno al 3,0%; sin embargo, no es tan claro si esta tasa debe evaluarse en relación al objetivo de mediano plazo o al objetivo de largo plazo.

II. 4. Chile

Un ejemplo de un país en desarrollo que adoptó un esquema de objetivos de inflación es Chile, que en 1990, con tasas de inflación superiores al 20%, comenzó por anunciar en septiembre una meta para la tasa de inflación de los próximos doce meses, terminando en diciembre del próximo año. Como se mencionó antes, para que el esquema de objetivos de inflación sea exitoso, las instituciones en el país debían favorecer la independencia del Banco Central, así como una posición fiscal fuerte y un sistema financiero sano.

II. 2. 1 Situación Previa

Antes de embarcarse en un régimen de objetivos de inflación, Chile aprobó una nueva legislación del Banco Central en 1989 (que entró en vigor en 1990), que dio independencia a la institución y le asignó la estabilidad de precios como uno de sus principales objetivos. También se estableció una política fiscal sólida, con superávit fiscal en cada año desde 1991 hasta 1997. Además, debido en gran parte a las medidas tomadas como consecuencia de la severa crisis bancaria al inicio de la década de los 80s, los estándares y prácticas de Chile en las áreas de regulación y supervisión bancaria eran de una calidad comparable a la de los países industrializados²¹.

²⁰ Bernanke, S., Laubach, T., Mishkin, F. y Posen, A. Inflation targeting: Lessons from the international experience. Princeton University Press. USA 1999.

²¹ Jiménez S. y Rojas P. "Objetivos de Inflación. Consideraciones Teóricas y evidencia empírica". En : Estudios Públicos. No. 65. Chile. 1997.

El Banco Central de Chile estaba consciente de la dificultad de controlar la inflación y lograr el objetivo de inflación cuando ésta era de dos dígitos, y se ocupó del problema en varias maneras. Primero, como los países industrializados que han adoptado objetivos de inflación, Chile estableció los objetivos de inflación gradualmente después de éxitos iniciales en bajar la inflación.

II. 1. 2 Establecimiento de las metas inflacionarias

Cuando el objetivo de inflación fue anunciado en septiembre de 1990, éste fue interpretado más como una proyección oficial de la inflación, que como un objetivo inamovible (hard target). Solamente después de que el Banco Central tuvo éxito tanto en lograr el objetivo de inflación como en bajar inflación, éste comenzó a enfatizar que la política de objetivos de inflación debía interpretarse como un conjunto de metas rígidas de las cuales el Banco Central sería el responsable. Segundo, el Banco Central de Chile persiguió una aproximación muy gradual para bajar sus objetivos de inflación, comenzando con metas superiores al 20% para 1991 y bajándolo lentamente a 3.5% para el final de la década. Tercero, debido a la dificultad para controlar las tasas de inflación mayores al 10%, un rango realista para los resultados de la inflación habría sido muy grande. Así, como parte del proceso de endurecimiento de los objetivos de inflación, el Banco Central de Chile cambió de objetivos por rangos a objetivos puntuales con su aviso en Septiembre de 1994 del objetivo para 1995.

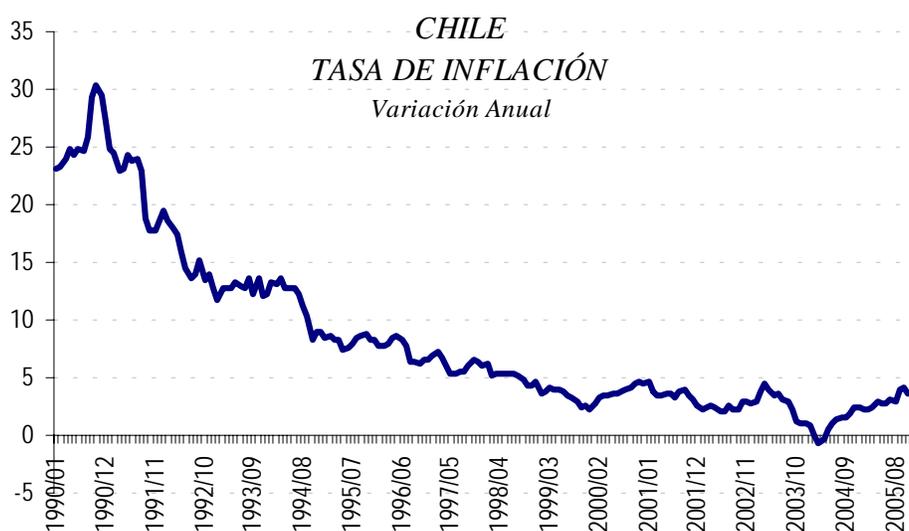
II. 1. 3. Evolución posterior

La experiencia chilena con objetivos de inflación como se puede ver en la Gráfica II.4, parece bastante exitosa. La inflación, cuyo nivel era del 20% cuando las proyecciones de la misma fueron introducidas por primera vez, cayó al nivel actual de alrededor del 3%. En el mismo período, el crecimiento del producto fue muy alto, promediando más de 8% por año entre 1991 y 1997, un nivel comparable a lo experimentado por los (antiguos) tigres asiáticos. Sólo en los dos años pasados la economía entró en una recesión con el crecimiento del producto cayendo a 3.4% en 1998 y a una tasa de -2.9% para la primera mitad de 1999.

En 1998 el Banco Central chileno era renuente a relajar la política monetaria y dejar que el tipo de cambio se depreciara para amortiguar los efectos de un gran choque negativo en los

términos de intercambio. En su lugar, el Banco Central chileno incrementó las tasas de interés e incluso estrechó la banda cambiaria. En retrospectiva, estas decisiones parecen haber sido un error: el objetivo de inflación se subestimó y la economía entró en recesión por vez primera en más de 15 años. No es de sorprender que, el Banco Central cayera en una crítica creciente y en 1999 dio marcha atrás, bajando las tasas de interés y permitiendo que el peso se depreciara.

Gráfica II.4



Datos de la Inflación Mensual Anualizada

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Mensual Variación Anual, INEGI. Con base en cifras de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y el Fondo Monetario Internacional.

El ejemplo chileno sugiere que los objetivos de inflación se pueden utilizar como una estrategia acertada para la desinflación gradual en países emergentes, incluso cuando la inflación inicial está en el orden de 20%. Es importante acentuar que el éxito de los objetivos de inflación no se puede atribuir solamente a las acciones de Banco Central chileno: las políticas de apoyo tales como la ausencia de un déficit fiscal grande y de la rigurosa regulación y supervisión del sector financiero han sido cruciales para su éxito. Otro elemento importante de la estrategia de Chile ha sido el endurecimiento gradual de los objetivos en el tiempo.

Sin embargo, la experiencia chilena en los años anteriores, así como la de los países industrializados, indican que un requisito fundamental para el éxito de los regímenes de objetivos de inflación en países emergentes es el reconocimiento de que subestimar el

objetivo de inflación es tan costoso como la sobreestimación de los objetivos. La ayuda para una banca central independiente que persiga la estabilidad de precios puede verse disminuida si se percibe que su política central se centra exclusivamente en bajar la inflación en detrimento de otros objetivos tales como minimizar la variabilidad del producto²².

Además, Chile no ha logrado aún un régimen completo de objetivos de inflación. La Banca Central Chilena todavía no ha producido un documento como Informe de Inflación, ni publica pronósticos de inflación; los mecanismos de rendición de cuentas de la política monetaria son también débiles.

²² Jiménez. Op. Cit.

III. HISTORIA INFLACIONARIA MEXICANA

Antes de presentar el Esquema de objetivos de inflación para México se ha convenido que es importante hacer un recuento histórico acerca del propio proceso inflacionario que en nuestro país se ha dado, con el fin de tener una mejor visión de cómo es que se llegó a la aplicación de este esquema, es decir, las características propias del proceso antiinflacionario mexicano que llevaron a que se implantara este esquema como continuación de la propia lucha contra la inflación.

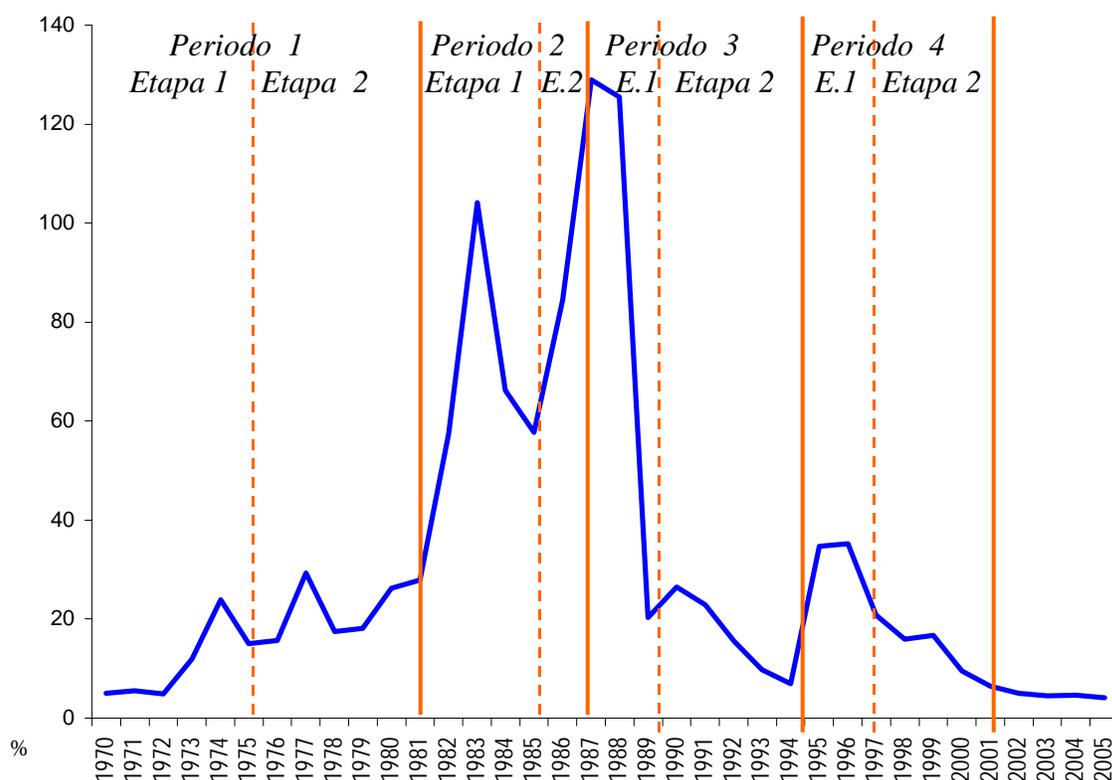
Con este objetivo es que se presenta una propuesta de periodización de la historia inflacionaria mexicana de los últimos 35 años. Esto con dos motivos: primero, para exponer las razones que llevaron a esta inflación, y segundo, para conocer las medidas que se han implementado para hacerle frente, las cuales son precedentes de la política monetaria actual que pretende continuar con esta estabilización y control de la inflación.

Dicha periodización planteada, que se presenta en la Gráfica III.1, si bien ha tenido cierto origen en los propios estudios sobre historia económica de México hechos sobre estos años por varios autores como Lusting y Chávez, tiene una diferencia fundamental que radica propiamente en la división de los periodos de tiempo que sugiero, estos se han hecho bajo criterios muy importantes, el primer criterio corresponde a los diferentes ritmos inflacionarios, por lo que el primer periodo que comprende de 1972 a 1981 el proceso inflacionario se caracterizó por un aumento de la inflación de 23 puntos; mientras que el segundo periodo que va de 1982 a 1988 la inflación tuvo un aumento de 145 puntos; el tercer periodo se caracterizó por un abatimiento de la inflación de -154 puntos, y por ultimo el cuarto periodo ha tenido un abatimiento del ritmo inflacionario de -7.18 puntos.

Y el segundo criterio, a las propias características que originaron la aceleración de la inflación en cada periodo, por lo que en el propio lapso de tiempo que implica a cada periodo, según su ritmo inflacionario, estos han sido subdivididos en etapas. La conveniencia de esta división en base a estos criterios podrá ser comprobada por el lector una vez que continúe la lectura de este capítulo y conozca las características propias de cada una de estas fases.

Gráfica III.1

PERIODIZACIÓN PROPUESTA DE LA
HISTORIA DE LA INFLACIÓN EN MÉXICO
1970-2005



Datos de la Inflación Mensual Anualizada

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Mensual Anual, INEGI.

III.1. Periodo 1, Etapa 1. 1972-1976.

La época anterior a estos años conocida como el “desarrollo estabilizador” se caracterizó por la más elevada tasa de crecimiento de la producción, una tasa de crecimiento promedio del PIB de 6.8%, y las más baja tasa de inflación que México había tenido, una tasa de inflación promedio de 4.7%.

Esta baja inflación fue efecto tanto de las políticas fiscales y monetarias prudentes, como por la ausencia de choques externos de gran magnitud y de mecanismos de indización salarial.

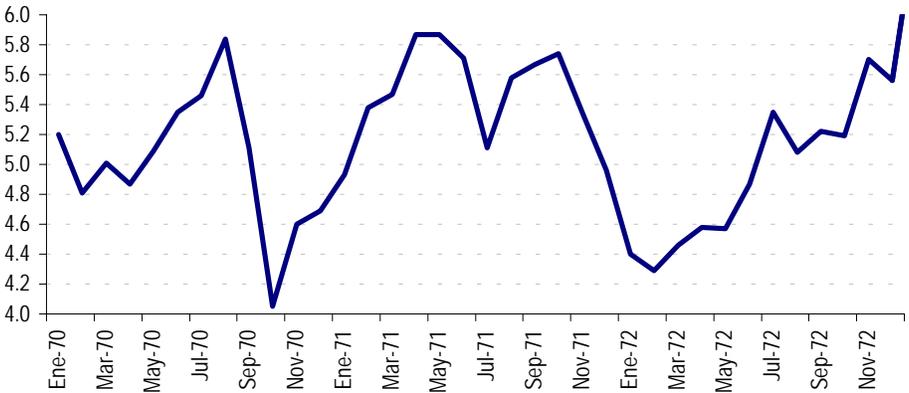
Una tasa de inflación baja más el ambiente de confianza del sector empresarial hicieron que la política de tipo de cambio fijo, con el dólar igual a 12.50 pesos (desde 1954), fuera creíble en su momento.

Y aunque la política resuelta de sustitución de importaciones proporcionó un mercado interno maniatado tanto para los inversionistas mexicanos como para los extranjeros a través de las barreras comerciales arancelarias y no arancelarias, esto dio lugar a una rápida industrialización que al mismo tiempo generó con frecuencia productos que no cumplían con las normas de calidad internacionales y cuyo precio sobrepasaba los niveles de los precios internacionales.

Esto ocasionó que a finales del periodo de desarrollo estabilizador en 1970 (aunque los signos de agotamiento se hicieron más claros propiamente a partir de 1972), se hicieran sentir tensiones crecientes en la estrategia de desarrollo introspectivo adoptada, ya que el déficit de cuenta corriente comenzó a mostrar signos de aceleración llegando inclusive a rebasar entonces el 4% del PIB.

Y aunque la inflación se había mantenido de cierta forma estable hasta inicios de 1971, esta comenzó también a mostrar signos de aceleración, lo cual se puede observar claramente en la Gráfica III.2, tanto por los efectos que habían causado el déficit de cuenta corriente - es decir el aumento de los precios de los productos internos - como por los aumentos del déficit público (financiados mediante monetización o préstamos exteriores).

Gráfica III. 2
TASA DE INFLACION MENSUAL 1970-1972



Datos de la Inflación Mensual Anualizada
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Mensual Anual, INEGI.

Si bien a finales de dicho año como a inicios de 1972 la inflación reflejo un mejor comportamiento a raíz de las propias medidas tomadas, con el fin de atacar estos síntomas de debilidad y desequilibrio, como la reducción del gasto del sector público en términos reales de 3.7% reduciendo así el déficit público en 2.5%, los síntomas de una recesión ya se sentían, por lo que para 1972 los deseos de querer recuperar la senda de crecimiento, consideraban un aumento de 10.7% en la inversión pública con respecto a 1970, de tal modo en 1972 comenzó el auge del gasto público creciendo éste en un 21.2% en 1972 respecto al año anterior volviéndose a presentar signos de que la inflación otra vez se aceleraría.

A pesar de estas claras señales las enormes presiones políticas y sociales llevaron al gobierno de Echeverría a enfrascarse en políticas populistas de elevado gasto deficitario y expansión monetaria para recuperar el consenso político.

La causa de que este aumento del gasto público influyera directamente en un aumento inflacionario fue que el gobierno al no obtener una correspondiente en ingresos presupuestarios dada la no lograda reforma fiscal, fue que este aumento fue financiado directamente mediante el aumento de la base monetaria en su mayoría, aunque el endeudamiento externo también fue usado con este fin.

Debido a esto para 1973 se dio la mayor inflación que se había hasta entonces presentado, una tasa de inflación que llego hasta 21.3 a finales de ese año, aunque esta no fue tomada tan en serio debido a la aparente recuperación del crecimiento económico.

Este aumento de la inflación llevo a que las tasas de interés reales se volvieran negativas desalentando la intermediación financiera y provocando la fuga de capitales. Y sumándole a ello que el déficit de cuenta corriente continuaba ambas situaciones desencadenaron que el país cayera en una situación de déficit en la Balanza de pagos.

Otro efecto perjudicial de estas tasas de interés negativas fue la falta de crédito disponible en el sector bancario lo que obligo al sector privado a buscar financiamiento en el exterior, aumentándose la deuda externa y a su vez la dependencia al exterior, fenómeno al cual el gobierno no estuvo exento aunque este en su mayoría opto por financiarse mediante el impuesto inflacionario (aumentando la oferta monetaria).

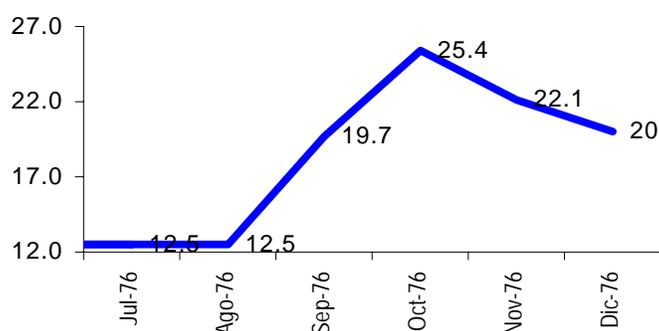
Para 1974 con el fin de disminuir las presiones inflacionarias se redujo la expansión monetaria, lo cual tuvo un efecto temporal positivo ya que la inflación cedió un poco, sin embargo el déficit de balanza de pagos continuaba creciendo.

Aunque para 1975 la inflación se redujo en un 50%, los desequilibrios eran ya inmanejables, el déficit fiscal, medido como los requerimientos de prestamos del sector público consolidado, aumentó de 2.5% del PIB en 1971 a 10% en 1975 ²³; el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos brincó de 900 a 4,400 millones de dólares ²⁴; y la deuda publica externa aumentó de 6,700 a 15,700 millones de dólares ²⁵ debido a que por la salida de capitales este solicitaba mayores prestamos para poder seguir manteniendo la política de tipo de cambio fijo.

En este sentido, la inflación acumulada entre 1970 y 1975 era de 66.30 puntos, por lo que el tipo de cambio se había sobrevaluado en un 47.62% con respecto del dólar y a pesar de haber incrementado la deuda externa en alrededor de 100% entre 1974 y 1976, para financiar el déficit público y la creciente fuga de capitales, y como lo demuestra la Gráfica III.3, el tipo de cambio fijo a 12.5 pesos había llegado a su fin y para 1976 se hizo inevitable una devaluación, la cual no se había dado desde 1954.

Gráfica III.3

TIPO DE CAMBIO Jul - Dic 1976



Datos del Tipo de cambio mensual promedio, pesos por dólar estadounidense para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Tipo de Cambio, INEGI.

²³ Vease Zedillo, Ernesto, "Mexico's Recent Balance of Payments Experience and Prospects for Growth", World Development, Vol.14, agosto 1986.

²⁴ Datos tomados de Lusting, N. "México hacia la reconstrucción de una economía". FCE y COLMEX. México 2002. p. 47.

²⁵ Ibidem.

III. 2. Periodo 1, Etapa 2. 1976-1981

Dado el agotamiento de las reservas del banco central, al permitirse en agosto de 1976 la libre flotación del peso en el mercado de divisas éste de inmediato se devaluó en casi un 40%, entrando la economía en una crisis donde la producción bajó drásticamente y la inflación se aceleró. Haciendo necesario que el gobierno mexicano recurriera al FMI, por primera vez en casi veinte años, en busca de apoyo financiero, suscribiendo un Convenio de Facilidad Ampliada que estaría vigente entre los años de 1977 y 1979.

La devaluación al provocar una mayor inflación e importantes efectos depresivos, agravó la situación existente entre el sector privado y el sector público. Definitivamente el gobierno no estaba preparado para una fuerte recesión y el desgaste político de la devaluación; por lo que se decretó un aumento salarial de emergencia de 23%. La actividad industrial se colapsó cuando cayó 6.7% entre agosto y septiembre de 1976 y enero-febrero de 1977, la reducción afectó a toda la demanda agregada, por lo que el consumo privado se redujo alrededor de 2%.

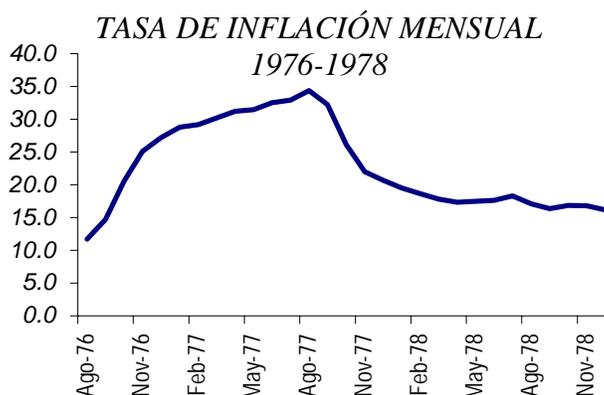
El impacto inflacionario fue severo, en junio de 1976 la inflación anualizada era de 11.7%, para fin de año había aumentado a 27.2% debido a la incertidumbre en los mercados financieros, a la fuga de capitales de los meses previos a la devaluación, así como a la dolarización de los depósitos bancarios. El PIB redujo su tasa de crecimiento en 1976 a 4.2% y las perspectivas para 1977 no eran buenas ya que la inflación seguía alta y los mercados cambiarios estaban muy inquietos todavía. En este ambiente económico y en un clima de confrontación política entre el gobierno y el sector privado, el presidente López Portillo tomó posesión.

Su discurso inaugural buscó la reconciliación inmediata y la reconstrucción de la confianza por lo que inició cumpliendo los acuerdos del FMI para estabilizar la economía. Sin embargo, el PIB disminuyó aun más su tasa de crecimiento al aumentar 3.4% en 1977, los precios también sufrieron alzas importantes durante 1977, ya que absorbieron el impacto de la devaluación y los aumentos salariales, al crecer 32.2% (en su nivel más alto en agosto) en ese año. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo en 56.6% ya

que el programa de estabilización fue completamente ortodoxo²⁶ y comenzó a dar resultados hacia el final de 1977.

Hacia septiembre de 1977 las medidas contractivas implementadas a raíz de los convenios con el FMI comenzaban a cosechar resultados positivos en materia inflacionaria ya que esta comenzó a disminuirse gradualmente, comportamiento que seguiría hasta los primeros meses de 1978 donde la inflación mantuvo un comportamiento estable alrededor de 16 a 17 puntos, como se ve claramente en la gráfica III. 4.

Gráfica III.4



Datos de la Inflación Mensual Anualizada
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Mensual Anual, INEGI.

Sin embargo, a pesar de que las políticas contractivas apenas comenzaban a dar resultados estas no fueron seguidas debido a una situación que terminó con esta corta recesión de manera trascendental, ya que para 1978 el descubrimiento de cuantiosas reservas petroleras eliminó la restricción externa y propició un cambio drástico de la política económica, ahora en lugar de ajustarse a la escasez, el gobierno debía ahora “administrar la abundancia”.

Ante este potencial de ingresos futuros a raíz de los descubrimientos petroleros la postura oficial ampliamente compartida era que México podía crecer a tasas sin precedente a partir de 1978, por lo que el programa de estabilización cuya planeación de ejecución era de dos años fue reducida solo a uno, 1977.

²⁶ Ver aspectos de un programa ortodoxo de estabilización en el capítulo de Antecedentes y delimitación teóricos, de este mismo trabajo.

Esta perspectiva de mayores ingresos asociados a las exportaciones petroleras llevaron a los sectores público y privado a expandir sus proyectos de inversión a partir de 1978. En 1979, ante el aumento del precio internacional del petróleo y nuevos descubrimientos de yacimientos petrolíferos la inversión total se aceleró aun más. Durante los cuatro años que duró el auge petrolero, la estrategia de crecimiento basada en la expansión del gasto público produjo resultados impresionantes en términos de producto, inversión y empleo. Entre 1978 a 1981, el PIB creció a un promedio anual de 8.4%, mientras que la inversión total aumentó a 16.2% anual y el empleo urbano se expandió a 5.7% anual.

Al igual que estas variables la inflación tuvo un comportamiento estable manteniéndose en niveles menores a 20 puntos entre 1978 y 1979, esto debido a que estuvo relativamente contenida por tres factores principalmente: primero, por el aumento de la oferta de alimentos dado el rápido crecimiento del sector agrícola; segundo, por la apertura de la frontera a las importaciones de mercancías lo que aumentó la oferta disponible; y tercero, por la contención de precios y tarifas del sector público, como gasolina y la energía eléctrica, que significaron fuertes subsidios al consumo.

Sin embargo, detrás de este desempeño espectacular había serios problemas, como la sobrevaluación creciente del peso. Las expectativas de un flujo de ingresos públicos elevado y sostenido fomentaron un creciente déficit fiscal y el tipo de cambio sobrevaluado, aunado a un déficit fiscal, provocaron un desequilibrio creciente de la balanza de pagos. No obstante, durante los dos primeros años del auge la magnitud del desequilibrio de la balanza de pagos, no era razón de alarma. En 1980 el déficit fiscal llegó a la cifra no trivial de 7.5% del PIB pero la situación no estaba aun fuera de control, pues el déficit podría haberse corregido en gran medida con un aumento del precio de la gasolina, que entonces era mucho menor que el precio internacional.

Los desequilibrios fiscal y externo salieron de control a partir de 1980 cuando el precio internacional del petróleo continuo subiendo²⁷, el gobierno mexicano hizo una mala lectura de esta señal y creyó que se trataba de una aumento permanente. A raíz de ello, durante la segunda mitad de 1980 y el inicio de 1981 el gasto público se aceleró.

²⁷ El precio del petróleo para la mezcla mexicana paso de 19.6 dólares por barril en 1979 a 31.3 dólares en 1980 y 33.2 dólares en 1981.

A fines de 1981 el déficit fiscal se disparó a 14.1% del PIB. Detrás de la sobreexpansión del gasto público estaban los pronósticos errados sobre el comportamiento futuro de algunas variables cruciales, tales como el precio internacional del petróleo el cual se esperaba permaneciera elevado, o incluso aumentara; y que las tasas de interés externas bajaran en términos reales.

El déficit público se financio en parte con prestamos externos, sobre todo de los bancos comerciales que competían por otorgar prestamos al sector público y al sector privado en México. Al principio el incremento de la deuda externa parecía ubicarse dentro de los límites razonables. Entre 1978 y 1980, el total de la deuda publica externa aumentó de 26,300 millones de dólares a 33,800 millones. Sin embargo, la relación de la deuda externa total al PIB bajo de 35.8% en 1977 a 31.3% en 1980. La visión de entonces era que el monto de la deuda externa acumulada hasta fines de 1980 no había generado una situación inmanejable, el problema real no era el nivel alcanzado por la deuda sino su tendencia creciente²⁸.

Por lo tanto, el comportamiento inflacionario nuevamente comenzó a acelerarse, superando los niveles de 20 puntos, debido obviamente al efecto del auge exportador de recursos naturales, en este caso el petróleo, conocido como la “enfermedad holandesa”²⁹, el cual se vio aumentado por la política fiscal expansiva que fue financiada con crédito externo.

Esto perjudicó a las exportaciones del resto de los bienes y provoco una sustitución de importaciones injustificada, por lo que las exportaciones no petroleras se estancaron y el crecimiento industrial se quedó rezagado respecto del crecimiento global. Además, como al ingreso generado por el auge exportador se le sumo un déficit fiscal creciente, las importaciones aumentaron aun más. A medida que aumentaban las importaciones y las exportaciones no petroleras crecían poco el déficit de la balanza comercial se agravo³⁰.

Debido al comportamiento deficiente de las exportaciones no petroleras, la cuenta externa se torno más dependiente del petróleo. En consecuencia los ingresos de divisas se volvieron

²⁸ Entre 1978 y 1980 el monto de la deuda externa privada aumentó de 7,200 millones de dólares a 16,900 millones.

²⁹ El efecto muy conocido de este tipo de auges es que el aumento de la demanda agregada interna que los acompaña genera aumentos de precios en el sector de los bienes no comerciables, debido a que el precio de los productos que se importan está fijado en dólares, mientras que los precios de los bienes que no se pueden importar están fijados por la oferta y la demanda locales, los precios de estos últimos tienden a aumentar mucho más, y en consecuencia una apreciación real del tipo de cambio.

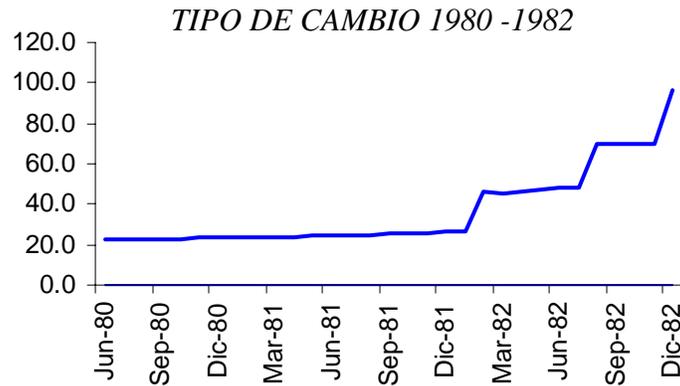
³⁰ Aumento de 1,800 millones de dólares en 1978 a 3,400 millones en 1980.

más sensibles a las fluctuaciones de los precios mundiales del petróleo. Simultáneamente, el aumento de las tasas de interés externas obligo a destinar más divisas al servicio de la deuda. En 1981, cuando los precios del petróleo comenzaron a bajar y las tasas de interés habían subido, la cuenta corriente alcanzó un déficit sin precedente de 16,100 millones de dólares, financiado en gran medida con endeudamiento externo.

Cuando a mediados de 1981 los precios internacionales del petróleo cayeron, la situación económica en México empezó a cambiar en forma marcada. Desafortunadamente, el gobierno no actuó con celeridad para corregir los desequilibrios fiscales y externos y calmar los temores de una crisis de balanza de pagos. El intento de reducir el déficit fiscal no tuvo éxito y el gobierno no logro ponerse de acuerdo sobre que medidas convenía adoptar para corregir el desequilibrio externo: si realinear el tipo de cambio o imponer controles a las importaciones y a la salida de capitales. Cuando la caída del precio internacional del petróleo a mediados de 1981 no fue seguida por ningún cambio convincente de la política económica, la fuga de capitales se aceleró marcadamente, hasta alcanzar 11,600 millones de dólares en ese año. Durante los meses siguientes el gobierno financió la salida de divisas con prestamos del exterior cada vez más frecuentes y de plazos más cortos. Este proceso llevo a que México se endeudara por encima de sus capacidades, fenómeno que haría mucho más difícil el ajuste en el futuro.

A principios de 1982 los precios internacionales del petróleo mantuvieron su tendencia a la baja iniciada en 1981 y la fuga de capitales continuo. A esto se sumo el hecho de que casi la mitad de la deuda externa del país debía pagarse durante los próximos 12 meses o refinanciarse. A mediados de febrero de 1982 el gobierno no pudo continuar endeudándose para mantener el peso de modo que tuvo que devaluarse. Para marzo el tipo de cambio había pasado de 26.35 pesos por dólar (en enero de 1982) a más de 45 pesos por dólar y continuo devaluándose, esto puede verse claramente en la Gráfica III.5.

Gráfica III.5



Datos del Tipo de cambio mensual promedio, pesos por dólar estadounidense para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Tipo de Cambio,

Lo que siguió en 1982 se ha llamado un ajuste caótico porque las políticas aplicadas fueron incongruentes. Inicialmente el gobierno adoptó un paquete de contracción fiscal con devaluación que implicaba ciertas reducciones de la inversión pública real y de los subsidios a los alimentos básicos, una elevación de los precios de los energéticos, y una devaluación de 80% en el valor nominal del peso. Sin embargo, en abril de ese año se recomendaron “incrementos de emergencia” de los salarios, incluyendo una elevación de 30% del salario mínimo e incrementos menores para los niveles salariales más altos. Esta recomendación de elevar los salarios contradecía la meta propuesta de mantener un tipo de cambio realista y precios estables de modo que la fuga de capitales se aceleró.

En agosto, cuando las reservas de divisas bajaron a un nivel sin precedente, el gobierno anunció un congelamiento de las cuentas bancarias denominadas en dólares seguido de una conversión forzada a un tipo de cambio menor que el de mercado. El congelamiento indignó a la clase media, la principal tenedora de estas cuentas, y contribuyó a que cayera más aun la credibilidad del gobierno, lo que a su vez avivó la fuga de capitales.

En el mismo mes de agosto, la continua fuga de capitales y la interrupción del flujo de préstamos del exterior condujeron a nuevas y drásticas devaluaciones de la moneda, así como a una suspensión de los pagos del principal de la deuda externa por 90 días. Estos hechos dieron inicio a la crisis de la deuda. A partir de entonces se acabó el entusiasmo de

los bancos internacionales por prestarle a México, de ahí en adelante sería difícil obtener nuevos préstamos.

Periodo 2, Etapa 1. 1982-1985

En la perspectiva de nuestro análisis encontramos que en este periodo es donde la inflación tuvo el comportamiento más acelerado, donde esta alcanzó niveles mensuales de hasta 11.22% en agosto de 1982, como niveles de inflación anualizada de hasta 117.25% en agosto de 1983.

Si bien en un principio las causas que originaron dichos niveles inflacionarios fueron las mismas que desencadenaron la crisis de 1982³¹, así como las medidas “erróneas” que se tomaron en el periodo anterior, debemos mencionar que los mayores niveles de inflación que se presentaron en 1983 tienen más su origen en la inercia inflacionaria desatada por estas circunstancias.

En el contexto de la crisis económica general para el gobierno de De la Madrid era claro que las causas principales desencadenantes de la crisis de 1982 eran el tamaño del déficit fiscal y la distorsión de los precios relativos (en particular el tipo de cambio), y si bien la caída de los precios del petróleo y el alza de las tasas de interés mundiales fueron los factores desencadenantes de la crisis, estos no fueron sus últimas causas y además su comportamiento se encontraba fuera del control del gobierno. Haciendo que la fuga de capitales fuera considerada como consecuencia de la mala administración económica interna y no una de las causas de la crisis. Por lo que el gobierno esperaba que una vez que se hubieran restablecido el orden de las cuentas fiscales, ajustado el tipo de cambio y reestructurados los pagos de la deuda externa, se reanudarían las entradas de capital y se podría recuperar el crecimiento. Hecho por el cual el consenso era que en el corto plazo el objetivo principal debía ser restablecer la estabilidad financiera y controlar la inflación.

En este sentido, en diciembre de 1982 se implementó el primer programa que pretendía lograr este objetivo, el cual representaba el primer intento de alcanzar la estabilización, este recibió el nombre de *Programa Inmediato de Reordenación Económica* (conocido

³¹ “La inflación galopante y los grandes déficit en cuenta corriente tenían su origen en los elevados déficit fiscales y su monetización, a través del financiamiento por el banco central”; véase: Estudios Económicos de la OCDE México 1991/1992, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, París 1992, pp. 15-65

como el *PIRE*). En su concepción original el programa tendría dos etapas: un “tratamiento de choque” en 1983, seguido de políticas “graduales” en 1984-1985. Dicha implementación gradual correspondía a la suposición de que la estabilidad de precios y el equilibrio macroeconómico podrían restablecerse mediante una reducción drástica del déficit fiscal y una marcada devaluación del peso al inicio del programa, y así a su vez, la austeridad fiscal frenaría la inflación y, aunada a la devaluación, generaría el superávit de la cuenta comercial que se requería dadas las condiciones externas³².

Sin embargo, para que las medidas correctivas tuviesen éxito era necesario que se impidiera la indización de los salarios nominales. Para posibilitar esto el gobierno decidió ajustar el salario mínimo y los salarios de los empleados públicos a la inflación esperada en lugar de hacerlo a la inflación pasada. Este procedimiento de ajuste salarial impediría un aumento automático de los costos laborales que habría reanimado la inflación y, por supuesto, resultó en una drástica caída del salario real.

Aunque el *PIRE* recibió apoyo del FMI, y el gobierno firmó con este organismo una facilidad de fondo ampliada (EFF) a fines de 1982, el acuerdo se interrumpió a mediados de 1985 porque México no pudo cumplir con algunas de las condiciones.

En cuanto a su aplicación el “tratamiento de choque” del *PIRE* se inició con una gran devaluación de los tipos de cambio libre y controlado (de 113 y 95% respectivamente) anunciados en diciembre de 1982³³. El programa comprendía un aumento de la recaudación de impuestos y de otros rubros del presupuesto, y una reducción del gasto público, de modo que hacia fines de 1983 el déficit fiscal se habría reducido casi a la mitad de su nivel en 1982 cuando fue igual a 16.9% del PIB. El gobierno y el FMI esperaban que estas medidas condujeran a la reducción de la tasa inflacionaria que había llegado casi a

³² Córdoba, José. “El programa mexicano de reordenación económica, 1983- 1984”, en Sistema económico latinoamericano (SELA), El FMI, el Banco Mundial y la Crisis latinoamericana, Siglo XXI, México 1986.

³³ El gobierno de López Portillo implantó el régimen dual de tipo de cambio el 1º de septiembre de 1982, cuando se nacionalizaron los bancos y se instituyó el control de cambios generalizado. El régimen dual fue mantenido por el equipo de De la Madrid, a pesar de las objeciones del FMI; en consecuencia, el control de cambio eliminó. El gobierno fijaba el tipo de cambio controlado y lo aplicaba a todas las transacciones comerciales de servicios no factoriales. Las salidas de capital debían financiarse al tipo de cambio “libre”. La diferencia entre los dos tipos de cambio al principio era grande pero después de diciembre de 1982 el tipo de cambio controlado se depreció por una suma fija diaria, de modo que tendía a converger con el tipo de cambio libre. El tipo de cambio libre era el precio pagado por el dólar en el mercado y, en principio, se podía comprar cuantos dólares se quisiera al tipo libre. Sin embargo, la tasa de depreciación del tipo de cambio libre también era fijada por las autoridades. En la práctica, el tipo de cambio libre debe haber reflejado el comportamiento real de la demanda y la oferta de dólares ya que no surgió un mercado negro.

100% anual en 1982, a un nivel de 55% en 1983, y a una reducción del déficit de la cuenta corriente equivalente a 2,000 millones de dólares. Se esperaba que a raíz del plan de austeridad la tasa de crecimiento del producto fuera igual a cero en 1983. Sin embargo el desempeño real de la economía fue considerablemente peor de lo esperado.

Además de las medidas tomadas en el frente interno, la deuda externa de 92,400 millones de dólares y un servicio de la deuda que llegaba a 62.2% del valor de las exportaciones en 1982 requería de atención inmediata. El gobierno delamadrista sustituyó la suspensión de pagos involuntaria de mediados de 1982 del gobierno anterior, por una historia de cumplimiento cabal de las obligaciones de la deuda, aunque con varias reestructuraciones de los pagos³⁴.

La reestructuración de 1983 redujo sustancialmente los pagos del principal que se vencían entre 1983 y 1984. Sin embargo, a partir de 1985 los requerimientos de financiamiento eran mayores de lo que habrían sido en ausencia de la reestructuración de 1983. Habría que subrayar que, a pesar de la reestructuración de los pagos de la deuda, las transferencias netas de recursos al exterior permanecieron por encima de 7% como proporción del PIB entre 1983 y 1985. Las elevadas transferencias netas de recursos, indicativas de salidas de capitales en términos netos, se debían a que la fuga de capitales continuaba a pesar de las medidas correctivas introducidas por el gobierno.

Las metas de la segunda fase, la fase “gradual” del programa de estabilización incluía reducir la inflación de forma más lenta pero continua, mantener el superávit comercial a niveles adecuados, y recuperar las tasas de crecimiento económico históricas. El ajuste gradual significaba que no se tomarían nuevas medidas drásticas en el campo fiscal y cambiario. A fin de frenar la inflación, el gobierno se proponía mantener el déficit fiscal

³⁴ A causa del gran número de los préstamos a corto plazo contratados durante 1981 y principios de 1982, los pagos se acumularon en el periodo de 1983 a 1985. La primera ronda de negociaciones se concentró en la reestructuración del principal que vencía durante el resto del decenio. En diciembre de 1982 el gobierno mexicano pidió que los bancos comerciales reestructuraran los pagos de 23,150 millones de dólares de principal para el periodo del 23 de agosto de 1982 al 3 de diciembre de 1984. Las negociaciones se completaron en agosto de 1983. Además, el gobierno mexicano contrató préstamos por valor de 5,000 millones de dólares con los bancos comerciales y un préstamo de 2,000 millones de dólares con el Club de París. Los nuevos préstamos se destinaron primordialmente al pago de los intereses de la deuda preexistente. En el periodo de 1983-1985, el pago de intereses ascendió a 10,700 millones de dólares por año. La deuda externa privada también se sometió a una reestructuración, unos 12,000 millones de los 23,000 millones de dólares de esta deuda se reestructuraron también a ocho años, con un periodo de gracia de cuatro años, y se protegieron contra el riesgo cambiario con un programa gubernamental (FICORCA).

bajo control y fijar el comportamiento de los llamados precios clave (el tipo de cambio, el salario mínimo y los precios de los bienes y servicios públicos), de acuerdo con la meta inflacionaria del programa³⁵. La expectativa del gobierno era que si cedía la inflación y se sostenía la corrección del déficit fiscal y de los precios relativos, se podría recuperar la tasa de crecimiento histórica de alrededor de 5% en un periodo de dos años.

Contrariamente a las expectativas el *PIRE* en sus resultados resultó en un fracaso como primer intento de estabilización, cuando se anunció este programa se esperaba que a raíz de las medidas adoptadas el costo fuera un crecimiento nulo de la producción en 1983, pero seguido de una recuperación gradual hasta retornar a la tasa histórica de 5% anual en 1985. En cuanto a la inflación se esperaba que esta bajaría a 18% anual en diciembre de ese mismo año. Sin embargo, el comportamiento del producto y la inflación resultó ser muy diferente. La caída del PIB en 1983 fue mucho mayor que la esperada, no se logró la reducción esperada de la inflación y, por supuesto, tampoco se restableció la tasa de crecimiento histórica a partir de 1985³⁶. El Cuadro III.1 presenta una comparación de las metas del programa y el comportamiento real de las variables: en 1983, la tasa de crecimiento de la producción fue de -4.2%, en lugar de cero, mientras que la inflación llegó a 81% en lugar de 55% esperado. En cambio se rebasó la meta de la cuenta corriente; es decir, el superávit fue mayor que lo planeado. El déficit fiscal (como porcentaje del PIB) fue la única variable que se comportó según lo previsto.

A principios de 1984 hubo una recuperación económica moderada que continuó hasta mediados de 1985, cuando México afrontó otra crisis de balanza de pagos. El gobierno respondió a esta crisis devaluando el peso y mediante reducciones del déficit fiscal y del crédito interno. El efecto inmediato de estas medidas en el corto plazo fue, nuevamente frenar el crecimiento económico y acelerar la inflación.

³⁵ Chávez, Paulina. “Las cartas de intenciones y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982- 1994”. Edit. IIEC- UNAM VAP. México, 1996. p. 46.

³⁶ Lusting, Op cit. p. 63, 67.

Cuadro III.1

METAS Y RESULTADOS DEL PIRE (1983-1985)

<i>Concepto</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>
Inflación (diciembre a diciembre, precios al consumidor) (porcentaje)				
Proyecciones originales del FMI ^a	...	55.0	30	18
Metas revisadas (gobierno) ^b	...	...	40	35
Cifras observadas	98.8	80.8	59.2	63.7
Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)				
Proyecciones originales del FMI ^a	...	8.5	5.5	3.5
Metas revisadas (gobierno) ^b	...	8.5	5.5 - 6.5	5.1 - 5.6
Cifras observadas	16.9	8.6	8.5	9.6
Balanza de Cuenta Corriente				
Proyecciones originales del FMI ^a (% del PIB)	...	-2.2	-1.8	-1.2
Cifras observadas (% del PIB)	-3.6	3.6	2.4	0.7
Metas revisadas (gobierno) ^b (miles de millones de dólares)	...	...	0.0 - 0.5	1.0 - 2.0
Cifras observadas (miles de millones de dólares)	-6.2	5.4	4.2	1.2
Crecimiento real del PIB (%)				
Proyecciones originales del FMI ^a	...	0	3	6
Metas revisadas (gobierno) ^b	...	...	0.0 - 1.0	3.0 - 4.0
Cifras observadas	-0.6	-4.2	3.6	2.6

FUENTE: Lustig Nora, "México hacia la reconstrucción de una economía." México, FCE y COLMEX.2002. Cuadro II.3. P. 66.

^a Fines de 1982

^b las cifras revisadas provienen de Presidencia de la Republica, "Criterios generales de política económica", 1983.

Las mismas circunstancias que permitieron la recuperación de 1984 contribuyeron en parte a su interrupción. En particular, el relajamiento de la postura fiscal del gobierno, y la reevaluación del tipo de cambio, contribuyeron primero a la recuperación y luego a la crisis de 1985. El deterioro de la postura fiscal y la reevaluación cambiaria condujeron al rápido deterioro del superávit comercial a partir de mediados de 1984. Las importaciones se dispararon y se frenó el crecimiento de las exportaciones no petroleras.

La reducción del superávit comercial se agravó por el deterioro de los términos de intercambio de los bienes exportados por México.

La estrategia para combatir la inflación tampoco tuvo éxito. Es verdad que la inflación se redujo entre mediados de 1983 y fines de 1984³⁷, pero en los tres primeros meses de 1985 se quedó a una tasa similar a la de fines de 1984. La medida adoptada de aumentar los precios clave al mismo ritmo que la inflación esperada, no bastaba por si sola para frenar la inflación porque el resto de los precios continuaba aumentando por la “inercia inflacionaria” y como resultado de la falta de credibilidad del programa.

La falta de credibilidad era resultado de una combinación de factores. El sector privado estaba consciente de las implicaciones del peso de la deuda externa y lo difícil era lograr la estabilidad en esas circunstancias. El relajamiento del déficit fiscal y el rápido deterioro de la balanza comercial minaban aun más la credibilidad. Dada la carga asociada a la deuda externa, el sector privado percibía que el deterioro de la cuenta comercial no era sostenible, y que una devaluación del peso era inevitable. Además, como México dejó de cumplir con las metas fijadas en el programa firmado con el FMI, éste suspendió el programa de financiamiento a mediados de 1985, por lo que se desató otra “corrida” contra el peso, que condujo a la crisis de la balanza de pagos a mediados de ese año.

Entre las razones del porque fracasó el *PIRE* y porque resultaron tan poco realistas las metas y las expectativas del gobierno y del FMI, algunos autores como Brailovsky consideran que las políticas aplicadas para combatir la inflación y reducir el desequilibrio de la balanza de pagos fueron inadecuadas las cuales no solo no resolvieron los problemas sino que al contrario los agravaron³⁸.

Los hechos sugieren que las medidas incluidas en el *PIRE* no bastaron para reducir la inflación y corregir los desequilibrios macroeconómicos. Ya que las medidas se basaban en el supuesto de que una reducción del déficit fiscal nominal, combinada con una gran devaluación inicial seguida de un tipo de cambio fijo, bastaría para detener la inflación y restablecer el equilibrio en la balanza de pagos. Sin embargo, este enfoque subestimó la tensión que se crea entre los objetivos de reducir el déficit fiscal y eliminar la distorsión de

³⁷ Desde un máximo de 117.2% en abril de 1983 a 59.2% en noviembre y diciembre de 1984.

³⁸ Brailovsky, Vladimiro. “Las implicaciones macroeconómicas de pagar . la política económica ante la crisis de la deuda en México, 1982-1988” en. Bazdreich, Carlos. *México: Auge, Crisis y Ajuste*; Vol.2; Lecturas del trimestre económico 73, FCE, 1992, pp. 105-127

los precios relativos, por una parte, y el control de la inflación por la otra. Aunque los salarios no estuvieran plenamente indizados a la inflación pasada, la corrección de precios relativos, la devaluación de la moneda y el aumento de los precios de los bienes y servicios públicos, provocaban aumentos en otros precios y propiciaban una mayor inflación.

El hecho de que la inflación no bajara en 1983 con la rapidez esperada y de que las metas de fiscales se fijaran en términos nominales, tuvo un efecto contraccionista sobre el producto mayor que el esperado porque la demanda agregada en términos reales era inferior a la inferida de las cifras nominales del déficit público. Otro factor que explica la brusca caída del producto es que el efecto contractivo de la devaluación fue también mayor al esperado. El “sobreajuste” de 1983 fue desafortunado no solo por la pérdida en términos de producto e ingreso sino porque generó un falso sentimiento de optimismo. Se pensó que había pasado lo peor y que las políticas ahora podrían dirigirse hacia el abatimiento gradual de la inflación y la recuperación económica. Posteriormente se hizo patente que esta interpretación estaba errada y México terminó por afrontar de nuevo una crisis de balanza de pagos a mediados de 1985³⁹.

También debe señalarse que el programa subestimó las limitaciones impuestas por la deuda externa y la medida en que las condiciones externas seguirían siendo adversas en términos de los precios del petróleo y el acceso al crédito. Dada la magnitud de los choques externos, el proceso de ajuste en México requería un cambio en el stock y la asignación estructural del capital imposible de lograr de un año para el otro. El proceso de ajuste requería entonces de tiempo y un mayor acceso al crédito externo. Lamentablemente, el exterior no estaba dispuesto a proveerlos.

Periodo 2, Etapa 2. 1986-1988

La crisis de balanza de pagos de mediados de 1985 condujo a implantar severas medidas de estabilización. Los preparativos para la continuación del programa inconcluso del PIRE fueron interrumpidos por el devastador terremoto que devastó la Ciudad de México en Septiembre de 1985, planteando la necesidad de un elevado gasto de emergencia, otro severo choque golpeó a la economía mexicana, a partir de fines de 1985, los precios internacionales del petróleo sufrieron una drástica caída⁴⁰.

³⁹ Lustig, Op. Cit. p. 68 - 69.

⁴⁰ El precio del petróleo bajo de un promedio de 25.5 dólares por barril en 1985 a 12.0 dólares en 1986.

La economía mexicana todavía era muy vulnerable a las fluctuaciones de los precios del petróleo en el mercado internacional y reducir dicha vulnerabilidad se convirtió en una meta prioritaria.

Durante la mayor parte de 1986, el choque petrolero debió absorberse internamente, ya que no se disponía de financiamiento externo adicional. La pérdida de divisas por cuenta de la caída del precio del crudo llegó a 6.7% del PIB. El FMI otorgó un desembolso de emergencia por casi 300 millones de dólares a principios de 1986, pero México no pudo retirar fondos bajo un nuevo acuerdo con el FMI, antes de mediados de noviembre del mismo año. En 1986 el Banco Mundial hizo un préstamo de 400 millones de dólares para la rehabilitación y la reparación de los daños causados por el terremoto, magnitud pequeña cuando se compara con el impacto del choque petrolero.

Dada la magnitud del choque petrolero y la falta de apoyo financiero externo el gobierno mexicano se concentró en dos objetivos: proteger la balanza de pagos y evitar que se agotaran las reservas de divisas en el corto plazo y reducir la vulnerabilidad de México en cuanto al comportamiento de los precios mundiales del petróleo en el mediano plazo. Para ello los ingresos petroleros tendrían que representar una porción menor de los ingresos fiscales y del valor de las exportaciones. Era evidente que una moneda subvaluada ayudaría a aumentar las reservas y reducir la dependencia petrolera; pero para mantener subvaluada la moneda se requería una tasa de depreciación del peso mayor lo cual conducía a un incremento de la inflación.

Al aumentar la tasa de depreciación nominal diaria, el tipo de cambio real controlado del peso se depreció 46% durante 1986. La depreciación fue tan grande que el tipo de cambio controlado y el tipo de cambio libre se igualaron a fines de 1986. Como era de esperar, la inflación se aceleró y pasó de 63.7% en 1985 a 105.7% en 1986. Sin embargo, la inflación se mantuvo muy por debajo del nivel de la devaluación nominal. Esto se debió a la combinación de contar con salarios reales flexibles hacia la baja, la implantación de políticas crediticias más restrictivas y nuevas reducciones del gasto público.

En 1986 el PIB bajó en 3.9%. Dada la magnitud del choque petrolero y la carencia de crédito externo adicional, esta contracción del producto no resultaba sorprendente. En efecto podría afirmarse que las autoridades mexicanas lograron manejar el choque externo

y lograron proteger la balanza de pagos y las reservas internacionales del país. El superávit comercial llegó a 4,600 millones de dólares a pesar de la reducción del precio y del volumen de las exportaciones petroleras. Además, las reservas brutas de divisas aumentaron en casi 1,000 millones. Una vez más, el grueso de los costos del ajuste se absorbió internamente. En 1986 los salarios reales bajaron entre 2 y 14% según el indicador que se use.

La estrategia de encarecer el dólar contribuyó también al objetivo de mediano plazo de reducir la dependencia de México de las exportaciones petroleras. La estructura de las exportaciones experimentó un cambio notable. La proporción de las exportaciones petroleras respecto del total de las exportaciones bajó de 68.2% en 1985 a 39.3% en 1986. Esta reducción se debió a la caída del precio del petróleo y al incremento de 41% de las exportaciones no petroleras durante 1986. Este cambio de la composición de las exportaciones, mantenido a lo largo del tiempo, hizo que la economía mexicana fuese menos vulnerable a las variaciones del precio del petróleo.

Según la concepción oficial, la evolución observada en 1986 demostró que era preferible utilizar la política cambiaria en lugar de restringir las importaciones mediante controles directos para afrontar la crisis de la balanza de pagos. Las razones eran que la restricción de las importaciones desalentaba las exportaciones al encarecer los bienes importables usados como insumos en la producción de exportaciones, mientras que la depreciación del tipo de cambio estimulaba las exportaciones y reducía las importaciones. En relación con esto conviene decir que la depreciación del tipo de cambio encarece indiscriminadamente los bienes importables mientras que el uso de los permisos e importación podría mantener algunos de los bienes importables a precios relativos menores. Quizá sea más importante el hecho de que para lograr una devaluación real significativa sin caer en una espiral inflacionaria o en una recesión profunda debe existir una condición fundamental: los precios y salarios deben tener un grado de indización bajo. En particular, los salarios reales deben de ser flexibles a la baja.

La caída en la relación de términos de intercambio debida al derrumbe de los precios del petróleo tornó inevitable un ajuste a la baja del tipo de cambio real efectivo, y las autoridades dejaron que el peso se depreciara muy por encima de la inflación interna durante todo el año de 1986. La política fiscal se ajustó mediante la elevación de los precios

internos del petróleo y de los ingresos no petroleros así como la reducción de los gastos reales de capital.

Sin embargo, si se hubiese aumentado las restricciones impuestas a las importaciones en lugar de utilizar el tipo de cambio habría dado una señal errada al sector privado. Las autoridades mexicanas se esforzaron por convencer a la comunidad empresarial de su compromiso con una transformación de la economía en una orientada hacia el mercado externo. Incrementar los controles directos sobre las importaciones habría significado que el gobierno estaba dispuesto a seguir usando las reglas del juego prevalecientes durante el periodo de la sustitución de importaciones y el desarrollo orientado hacia adentro, cuando lo considerara necesario.

Además de proteger las reservas de divisas y evitar una crisis de balanza de pagos, la subvaluación del peso contribuyó a reorientar la producción del mercado interno al externo. Así mismo, un peso subvaluado reduciría los costos producidos por la liberalización de las importaciones, pues la protección ofrecida por un tipo de cambio subvaluado de hecho daría tiempo a las empresas para que se ajustaran a competir en mercados más abiertos.

Sin embargo, intentar mantener fijo el tipo de cambio real traería como consecuencia una plataforma inflacionaria más elevada y en gran medida el aumento de la inflación minaba los beneficios antes descritos. Además, un tipo de cambio subvaluado otorgaba a los exportadores y los productores nacionales beneficios artificialmente elevados y una protección a expensas de los salarios. Por último, en virtud de que los efectos contractivos de la devaluación en México siempre han sido mayores que el impacto expansivo, la depreciación del tipo de cambio era incongruente con la recuperación económica. Para reformar los objetivos de lograr la estabilidad de precios y la recuperación económica era necesario frenar la depreciación nominal del peso, pero probablemente esto habría conducido a una reevaluación real de la moneda, con la consecuente necesidad de recursos externos adicionales que financiaran el tránsito hacia una nueva senda de crecimiento económico.

Para 1987 la disponibilidad de nuevos préstamos, la ligera mejora de los precios del petróleo y la evolución favorable de las exportaciones no petroleras generaron un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos⁴¹.

Sin embargo, la inflación siguió siendo elevada entre 1987: entre 7% y 8% mensual entre enero y noviembre. La deprecación diaria del peso, aunque a una tasa menor, siguió alentando la inflación a pesar de los esfuerzos fiscales.

El manejo del choque petrolero de 1986 y la búsqueda de una reestructuración de la composición de las exportaciones hacia las de origen no petrolero, produjeron una plataforma inflacionaria más elevada. Durante 1986 y parte de 1987, las autoridades mexicanas “sobrevaloraron” el peso. Esta política trataba en parte de evitar el error anterior que permitió que la moneda se revaluara con demasiada rapidez y se terminara en otra crisis de la balanza de pagos. Sin embargo, el intento de mantener constante el tipo de cambio real condujo a una inflación mayor y una indización mayor de otros precios de la economía. La política cambiaria produjo el ajuste externo a corto plazo, pero a costa de la estabilización. Las consecuencias de la política cambiaria de 1986 fueron la acumulación de una gran cantidad de reservas brutas en el banco central y el cambio de la rentabilidad de las actividades de exportación. Esto allanó el camino para implantar las nuevas medidas antiinflacionarias adoptadas durante 1988 e impulso la estrategia del desarrollo orientada hacia afuera.

Sin embargo, el carácter todavía precario de la situación económica se puso de manifiesto por la corrida contra el peso que siguió al derrumbe de la bolsa de valores en octubre de 1987. Este “ataque” especulativo contra la moneda resultaba sorprendente porque el país tenía niveles de reservas de divisas sin precedente y las políticas macroeconómica y de reforma estructural iban en la dirección correcta. El gobierno mexicano concluyó que la causa de la volatilidad de las expectativas provenía de la alta tasa de inflación. Esto convenció de que debía convertir la lucha contra la inflación de nuevo en prioridad pero ahora con base en mecanismo diferentes. En diciembre de 1987 el gobierno anunció el Pacto de Solidaridad Económica (PASE), conocido como “el Pacto”, que tenía como meta reducir la inflación al 2% mensual al finalizar el año siguiente.

⁴¹ El superávit ascendió a 4,000 millones de dólares, mientras que el nivel de reservas brutas de divisas llegaba a la suma sin precedente de 13,700 millones de dólares. Durante el segundo trimestre de 1987 empezó a recuperarse la actividad económica, lo que produjo al final del año una tasa de crecimiento de 1.7%.

Periodo 3, Etapa 1. 1988-1990

El pacto, como resume el Cuadro III.2, pretendía acabar con el panorama de una inflación elevada e incesante desde 1986, cuya continuidad se dio porque los agentes económicos esperaban que siguiera siendo elevada y su comportamiento era congruente con esta creencia, por lo que este proceso podría continuar mientras lo permitiera la expansión de la oferta monetaria.

Cuadro III.2

OBJETIVOS DEL PACTO DE SOLIDARIDAD ECONÓMICA

Políticas de estabilización	Objetivos globales
Inflación	Reducir a la mitad la registrada en 1987.
Política fiscal	Estricta disciplina en el manejo de las finanzas.
Gasto público	El gasto programado bajaría del 22% del PIB al 20.5% en 1998. El superávit primario aumentará de 5.4 a 8% del PIB.
Política de ingresos	Los PyTSP se ajustaría a partir del 16 de dic. De 1987, permanecerían constantes durante enero y febrero y se ajustarían a partir de marzo: ingresos adicionales de 1.4% del PIB. Se haría diversos cambios en materia tributaria y una cruzada nacional contra la evasión fiscal.
Política cambiaria	Sería flexible, apoyaría la reducción de la inflación y la competitividad.
Política salarial	Los salarios vigentes aumentarían 15% y los salarios mínimos aumentarían 20% a partir de enero de 1988. La revisión salarial sería mensual hasta alcanzar una inflación mensual de 2%.

Fuente: Chávez, Paulina. “Las cartas de intenciones y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982- 1994” . Edit. IIEC- UNAM VAP. México, 1996. p .88.

Romper con estas expectativas inflacionarias en esta situación requería de un aumento en la producción y un subempleo de los recursos en el mercado de trabajo que eventualmente se tradujera en inflación y en expectativas inflacionarias menores, o un esfuerzo coordinado para reducir simultáneamente la inflación real y las expectativas inflacionarias. Cualquiera de los dos enfoques implicaba una reducción en la velocidad de incremento en la demanda nominal y en la oferta monetaria para llegar a tasas compatibles con la baja tasa de inflación esperada. Como el segundo enfoque ofrecía la esperanza de reducir

sustancialmente el elevado costo del ajuste transitorio que hubiera podido derivarse de un enfoque no coordinado de reducción de la inflación por inercia, el gobierno y los principales representantes del sector privado convinieron en establecer una política de ingresos para estrechar la brecha entre la inflación real y la inflación esperada ⁴².

Dicho acuerdo se vio materializado en la firma del Pacto de Solidaridad Económica, el cual fue firmado conjuntamente por el gobierno y por los representantes de los trabajadores, los productores agrícolas y el sector empresarial. Sus componentes básicos incluían una reducción adicional del déficit fiscal, una política monetaria más restrictiva, la liberalización comercial y, por primera vez desde que estalló la crisis de 1982, una política de ingresos que cubría a todos los precios y salarios.

Inicialmente se dijo que bajo el Pacto el tipo de cambio controlado, el salario mínimo y los precios de los bienes y servicios públicos se ajustarían hacia arriba en diciembre de 1987 y luego se mantendrían fijos hasta fines de febrero. A partir de marzo estos precios se aumentarían cada mes de acuerdo con los niveles de la inflación esperada.

Los trabajadores, los empresarios y el gobierno se pondrían de acuerdo sobre una *canasta básica*. Después de febrero proyectarían conjuntamente la inflación sobre la base de esta *canasta básica* y aceptarían un aumento de salarios y precios acorde con esta proyección. El Pacto incluía una cláusula para el caso en que la inflación superara la tasa proyectada en cinco puntos porcentuales acumulados. En estas circunstancias, los salarios mínimos se ajustarían plenamente a la inflación anterior⁴³.

Sin embargo, las medidas anunciadas a fines de febrero de 1988 fueron diferentes. En los hechos equivalían a una especie de congelamiento de precios y salarios pero acordado en lugar de ser impuesto. El gobierno se comprometió a mantener fijos el tipo de cambio y los precios públicos durante marzo, y a “recomendar” que los salarios mínimos aumentaran solo 3% y luego se mantuvieran fijos⁴⁴, y a su vez, el sector privado se comprometía a no elevar sus precios. Durante 1988 el Pacto se renovó cuatro veces.

La renovación del Pacto en marzo de 1988 estableció las siguientes características básicas:

⁴² OCDE, Op. Cit. p.36.

⁴³ Aspe, Pedro, “Estabilización macroeconómica y cambio estructural: la experiencia de México (1982-1988)”, en Bazdresch, et al. (comps), *México: auge, crisis y ajuste*. FCE. México 1992.

⁴⁴ Este aumento de 3% en los salarios mínimos era mucho menor que la pérdida del poder adquisitivo acumulada durante enero y febrero. La inflación (IPC) en enero llegó a su nivel más alto igual a 15.5% mensual y en febrero bajo a 8.3%. Aspe, Op. Cit.

-
- El tipo de cambio controlado se fijó en 2,257 pesos por dólar.
 - Se tuvo que convenir en una tasa de inflación proyectada para una canasta de productos básicos cuyo contenido abarcaba 75 productos básicos y servicios esenciales.
 - Las variaciones de precios para los artículos incluidos en la *canasta básica* quedaron sujetos a negociación entre los participantes en el Pacto.
 - El aumento de los salarios sería equivalente a la tasa de inflación proyectada de la *canasta básica*

El programa contemplado por el Pacto tenía tres ingredientes. Primero, el compromiso de aumentar el superávit fiscal primario y contraer la oferta de crédito interno para controlar la demanda agregada. Segundo, la introducción de una política de ingresos para romper la inflación inercial y estabilizar las expectativas. Por último, la adopción de un programa de reforma estructural que incluía una aceleración de la liberalización comercial y la desincorporación de empresas públicas.

El Pacto produjo buenos resultados de inmediato. Durante el segundo semestre de 1988, la inflación alcanzó un promedio de 1.2% mensual, incomparablemente menor que el 9% registrado durante el mismo periodo de 1987.

Sin duda el Pacto tuvo una mejor suerte que la del programa de estabilización ortodoxo de 1983 (*PIRE*) en términos de los resultados. La reducción de la inflación fue mucho mayor ya que la inflación se redujo de 51.66 en 1988 a 19.07 para 1989, aunque pudiésemos tener una mejor idea del logro del Pacto si notamos que los datos de inflación anualizada para febrero de 1988 eran de 179.73 y este llegó a ser para febrero de 1989 de solo 25.89, así también el éxito del Pacto en materia inflacionaria se vio destacado en el logro de la menor cifra de inflación mensual 2.45 para enero de 1989 cifra que no se había registrado desde enero de 1978, del mismo modo encontramos una enorme reducción de la inflación mensual anualizada que se logró en julio del mismo año registrando 16.81 puntos cifra también no vista desde 1978.

Con estas políticas también el crecimiento económico fue positivo (1.3%), y los salarios reales bajaron considerablemente menos que en 1983, aunque también partían de un nivel menor que el de ese año. Sin embargo, entre los dos programas hay una diferencia fundamental, el Pacto se implantó cuando las reservas eran elevadas, esto gracias a las devaluaciones anteriores, reservas que permitían que el gobierno sostuviera un tipo de

cambio nominal fijo mientras se reducían los aranceles, en tanto la demanda, como la producción podían experimentar una ligera expansión.

Para 1989 las reservas de divisas habían disminuido en un 62.5%, es decir el costo del paquete de políticas correspondía a esta pérdida de divisas⁴⁵. En cierto sentido, las reservas de divisas desempeñaban en México el papel del apoyo financiero, ya que México no contaba con el acceso a nuevos recursos de financiamiento, como no fuera una moratoria.

Dado el éxito del Pacto cabría preguntarse cuales fueron las medidas clave de dicho programa. La disminución espectacular de la inflación debe atribuirse a la adopción de una política de ingresos mientras se mantenían la disciplina fiscal y monetaria⁴⁶.

Aunque la política de ingresos implicaba poner en juego la credibilidad del gobierno en una época en que la confianza en la capacidad gubernamental para manejar la economía era particularmente escasa eventualmente quedo claro que la disciplina fiscal y monetaria no bastarían por si solas para abatir la inflación.

En este sentido, en 1988 se conjugaron varias condiciones que permitieron usar dicha política de ingresos. Primero, aunque México no podía contar con financiamiento externo adicional el Banco de México tenía reservas internacionales sin precedente. Las reservas ayudaron a dar credibilidad a la medida de fijar el tipo de cambio y, además, podían usarse parcialmente para financiar el deterioro esperado de la balanza comercial a raíz de la inevitable apreciación real del peso que seguiría a su fijación. Segundo, el recorte fiscal adicional que se requería era viable porque la mayor parte del ajuste ya se había hecho. Tercero, en 1988 el peso estaba subvaluado de tal modo que la inevitable apreciación del tipo de cambio podría ser menos dañina y de manejo menos complicado. Cuarto, el Estado tenía el contexto institucional y la autoridad necesaria para lograr que la implantación de una política de ingresos resultara más fácil que en otros países⁴⁷.

En cierta forma, estas cuatro condiciones existían desde 1986, pero en ese momento aun se creía que la inflación podría ser reducida mediante la austeridad fiscal y depreciando el peso. El cambio de posición ocurrió después del derrumbe del peso en noviembre de 1987 y el salto siguiente de la inflación que le siguió.

⁴⁵ Aproximadamente 10,000 millones de dólares. Cabe destacar que las reservas en 1988 ascendían a 16,000 millones de dólares.

⁴⁶ Chávez. Op. Cit.

⁴⁷ OCDE. Op. Cit.

Cabe mencionar que la medida más controvertida del Pacto fue la relacionada con la aceleración de la liberalización comercial. Dicha liberalización combinada con la reevaluación del tipo de cambio se tradujo en un empeoramiento considerable de la balanza comercial. Este deterioro volvió menos creíble la política de mantener fijo el valor de la moneda, y la propia liberalización comercial, al mismo tiempo frenaba la repatriación de capitales.

Aunque la liberalización comercial sirvió para recobrar la confianza de los empresarios, también producía el efecto contrario en virtud de que no estaba claro si la liberalización y el tipo de cambio fijo podrían sostenerse dado el deterioro en la balanza comercial. A fin de impedir que los capitales salieran del país, la tasa de interés real interna tuvo que mantenerse elevada para compensar el riesgo cambiario y durante unos dos años, la tasa de interés real interna permaneció elevada lo que aumentaba significativamente la carga de servicio de la deuda interna⁴⁸. Esto ejerció presión sobre las cuentas fiscales, poniendo así en peligro los esfuerzos de estabilización. En consecuencia, fue necesaria una reducción mayor en el gasto público (distinto de intereses) y un incremento mayor en los ingresos fiscales. La elevada tasa de interés doméstica también implicaba grandes transferencias de recursos al sector privado, en particular a los estratos de mayor ingreso.

Por otro lado para apoyar la liberalización comercial se manejaba que esta contribuiría a reducir la inflación si se lograba que los precios externos funcionaran como “tope”, aunque hasta ahora no se ha demostrado que la liberalización comercial tuviese a corto plazo un efecto significativo en los márgenes de ganancia y por ende en los precios.

En suma, el éxito del Pacto se debió a las condiciones iniciales prevalecientes y a las características de ejecución. Tres condiciones fueron particularmente cruciales: la disciplina monetaria y fiscal, la solidez de las cuentas externas medidas en términos de la disponibilidad de reservas y el comportamiento de las exportaciones, y el hecho de permitir un realineamiento de los precios relativos antes de que se “congelaran” los salarios y los precios.

Por lo que respecta a la ejecución del Pacto, conviene resaltar varios aspectos. Primero, este incluyó medidas estrictamente ortodoxas para combatir la inflación, tales como la

⁴⁸ En 1988 la deuda interna ascendía a casi el 18.5% del PIB. Puesto que la tasa de interés real era casi en promedio a 30% anual, los pagos de intereses de la deuda interna se llevaban alrededor de 6% del PIB.

reducción del déficit fiscal y la restricción del crédito interno; segundo, la forma de aplicar el programa, ya que las decisiones se tomaron por consenso y no por decreto. El gobierno, preocupado por la mala reputación de los congelamientos de precios y salarios, jamás menciono las palabras “congelación” o “heterodoxo” al referirse a las medidas o características del Pacto. Además, el gobierno no se comprometió a mantener indefinidamente fijos los precios de bienes y servicios públicos o el tipo de cambio controlado. En principio, las medidas estaban sujetas a revisión cada vez que las partes se reunieran para discutir dicho acuerdo. Se tomo esta precaución para preservar la credibilidad gubernamental en caso de que las condiciones iniciales no pudieran sostenerse. Sin embargo, estas revisiones periódicas introdujeron también una incertidumbre mayor sobre la capacidad de sostener las condiciones del propio Pacto, lo que se tradujo en tasas de interés internas muy elevadas.

Aunque el Pacto logro controlar la inflación, el producto seguía creciendo muy lentamente, por lo que pronto se hizo evidente que la disciplina fiscal y las reformas estructurales podrían ser condiciones necesarias para el crecimiento económico pero de ninguna manera resultaban suficientes. La disciplina fiscal era esencial para recuperar y mantener la estabilidad financiera y de precios, pero también tenia efectos desalentadores sobre la inversión privada. El gobierno mexicano no podía promover la recuperación con políticas expansivas del gasto público o el crédito porque ello reanimaría la inflación y minaría la confianza del sector privado, que tanto esfuerzo había costado ganar. Por su parte, el sector privado tampoco tomaba la iniciativa de invertir porque temía que la política económica fracasara o se modificara. Por lo que para 1988 el gobierno de Salinas afrontaba el enorme desafío de terminar con este estancamiento.

Tras tomar posesión, Salinas anuncio el *Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE¹)*. El objetivo del PECE era, primero, consolidar el abatimiento definitivo de la inflación, y a continuación elevar el ritmo de inversión en infraestructura para prevenir cuellos de botella, destacándose en el programa el compromiso del gobierno con la recuperación del crecimiento sin sacrificar la estabilidad de precios.

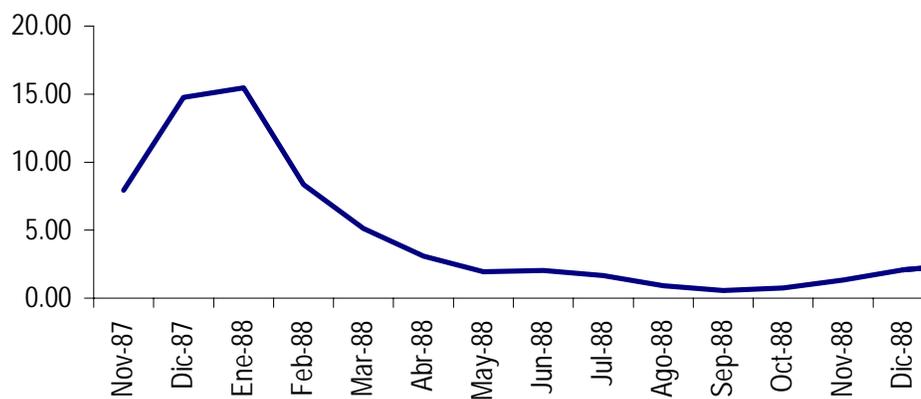
Por lo que para lograr dicho primer objetivo se planteo una política monetario-financiera congruente con los propósitos del programa, mientras que la política cambiaria establecía que habría de fomentar las exportaciones no petroleras y disminuir las importaciones, de

ahí que se abandonara el tipo de cambio fijo y hubiera un deslizamiento de un peso diario de enero de 1988 a julio de 1989.

Cabe destacar que este abandono del tipo de cambio como ancla nominal de la economía, aunado al aumento del 8% en los salarios mínimos como parte de la política salarial del programa, repercutió en un repunte inflacionario ya que la inflación para enero de 1988 se situó en 15.46 lo que represento aumento en 4.97% con respecto de diciembre de 1987, y un aumento de 94.96% con respecto de noviembre de 1987⁴⁹. Sin embargo, quedo claro que esta aceleración del ritmo inflacionario no fue más que momentánea y netamente efecto del abandono del tipo de cambio fijo ya que para los siguientes meses este comenzó a disminuirse gradualmente.

Gráfica III.6

*TASA DE INFLACIÓN MENSUAL
Nov 1987- Nov 1988*



Datos de la Inflación Mensual Anualizada

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Mensual Anual, INEGI.

A pesar de la estabilidad de precios, para lograr la recuperación había sobretodo que renegociar la deuda externa para abatir la transferencia de recursos al exterior que México había debido hacer tras de que estalló la crisis de 1982, ya que una vez logrado esto se

⁴⁹ Cabe destacar que el peso, como ya se ha mencionado, venia depreciándose gradualmente desde años anteriores, pero este tuvo una sustancial pérdida de su valor no vista desde 1985 en diciembre de 1987 cuando el tipo de cambio aumento en un 25.9% respecto del mes anterior, cuestión que denoto claramente la insostenibilidad del tipo de cambio fijo, dada esta situación la inflación comenzó a tener un comportamiento más acelerado a partir de dicho mes.

podría contar con las bases objetivas, el ambiente propicio y el horizonte de certidumbre indispensables para volver a crecer.

Quedaba claro entonces que para el gobierno la prioridad debía ser eliminar la tendencia observada en las transferencias de recursos para que México no tuviera que producir los grandes superávits de la balanza comercial destinados a financiar el servicio de la deuda y la fuga de capitales.

Mantener elevada la tasa de interés real interna podía ser solo una solución temporal para frenar la fuga de capitales en vista de su efecto negativo sobre la situación fiscal y el crecimiento económico. La solución a la fuga de capitales tenía que provenir de medidas que fuesen sostenibles en el tiempo.

Para reducir las transferencias de recursos al exterior era esencial concentrar los esfuerzos en tres objetivos: disminuir la carga del servicio de la deuda, alentar la repatriación de capitales y atraer la inversión extranjera. El reto consistía en convencer al sector privado nacional y extranjero de que la economía mexicana era viable y digna de confianza. En el proceso, también había necesidad de convencer al gobierno de Estados Unidos, porque sin el apoyo de éste no podría obtenerse financiamiento oficial ni reducirse la deuda⁵⁰.

Como esto no ocurrió con la rapidez deseada, hubo la necesidad de emprender otras acciones. Para 1990 se aplicarían reformas al régimen de comercio exterior y a la participación del sector público en la economía. Sin embargo, estas no produjeron un cambio significativo en las entradas de capital que se necesitaban. Dado que la recuperación de México dependía del ahorro externo para financiar el exceso de importaciones sobre las exportaciones asociado a los mayores niveles de la actividad económica, se necesitaban medidas de espectacularidad suficiente como para dar un giro rotundo a las expectativas, y que el sector privado recobrar el entusiasmo. Por ello durante 1990 hubo dos iniciativas que cumplieron este papel: la reprivatización de los bancos y la búsqueda de un tratado de libre comercio con los Estados Unidos (TLC).

⁵⁰ En este sentido, dado el enorme obstáculo que representaba el servicio de la deuda exterior fue que el gobierno mexicano se enfrascó en un camino de gran seriedad y determinación para que el gobierno norteamericano se decidiera a poner en práctica el llamado Plan Brady. Aunque el ahorro disponible derivado del acuerdo no fue cuantioso, se tenía la confianza de que el efecto indirecto del acuerdo fuera mayor y se fortaleciera así la confianza del sector privado, alentando la repatriación de capitales, y reduciéndose así las tasas de interés internas y estimulando el crecimiento económico.

Periodo 3, Etapa 2. 1990-1994

Al anunciarse formalmente que se reprivatizarían los bancos esto tuvo un efecto inmediato sobre las expectativas y las entradas de capital, las cuales se aceleraron y como resultado las tasas de interés nominales internas de los CETES bajaron 14 puntos porcentuales entre marzo y junio, llegando a 32.4%. Esta caída representó un cambio en el comportamiento de las tasas de interés reales internas que se habían ubicado en más de 40% durante gran parte de 1989, en promedio las tasas de interés reales bajaron de 29.9% para 1989 a 8.4% en 1990. Más importante fue el hecho de que este cambio del comportamiento de las tasas de interés señaló el fortalecimiento de la confianza del sector privado. Así también el anuncio explícito de la intención de México de buscar un acuerdo de libre comercio con los Estados Unidos fortaleció la confianza empresarial porque volvió más improbable dar marcha atrás a la reforma estructural y creó nuevas oportunidades de inversión. Como resultado del fortalecimiento de la posición crediticia, el capital siguió llegando y las tasas de interés internas siguieron bajando situándose en 6.4 puntos porcentuales entre junio y diciembre de 1990.

En 1991, todo parecía indicar que por fin había comenzado la recuperación y los largos años de austeridad llegaban a su fin. Las reformas adoptadas y la mayor estabilidad de precios habían generado suficiente confianza en los empresarios para producir un viraje en el comportamiento de la economía. En 1991 la inflación cerró en 18.8% y la tasa de crecimiento del PIB se estimó en 3.6%.

No obstante, no estaba garantizado que dicha recuperación fuera sostenible; en particular, subsistieron dos motivos de preocupación. Uno era la tasa de inflación, ya que aunque la inflación estaba bajo control, México todavía debía recorrer un trecho importante para alcanzar las tasas similares a las de Estados Unidos, su principal socio comercial. Mientras tanto, el peso continuaría depreciándose con el consecuente efecto negativo en las exportaciones netas y el peligro de generar una reversión de las expectativas y provocar una fuga de capitales.

Una segunda causa de preocupación era el rápido deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, en particular de la balanza comercial. La recuperación implicó un incremento de las importaciones de más de 25% en el periodo de enero a septiembre de 1991, y dado que las exportaciones crecieron a un 7.6% esto condujo a un déficit de la balanza comercial por 11,200 millones de dólares, este déficit fue financiado por las

entradas de capital ya mencionadas, las que bastaron no solo para cerrar la brecha sino también para incrementar las reservas internacionales de divisas.

Con el fin continuar y garantizar el logro de la estabilización de manera sostenible atendiendo principalmente las dos cuestiones mencionadas anteriormente, es decir, el abatimiento inflacionario y minar el deterioro de la cuenta corriente, en octubre de 1992 se firmo el nuevo *Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo (PECE²)*, el cual se afirmaba que era una renovación del pacto con énfasis especial en los esfuerzos requeridos para elevar la productividad, la competitividad y la eficiencia, en particular frente a los retos y oportunidades que ofrecía el TLC.

En este acuerdo se daba prioridad al abatimiento de la inflación y se planteaba que para 1992 esta sería de un solo dígito, esto se aprecia claramente en el cuadro III.3 que resume los objetivos del *PECE²*. Advirtiendo que pese a la situación adversa que ocurría a nivel mundial, la persistencia de los acuerdos concertados de estabilización y profundización del cambio estructural permitirían que el crecimiento económico del país continuara en aumento.

Cuadro III.3

OBJETIVOS DEL PACTO PARA LA ESTABILIDAD, LA COMPETITIVIDAD Y EL EMPLEO

Políticas de estabilización	Objetivos globales
Inflación	Inflación de un dígito, tratando de acercarse a la de nuestros principales socios comerciales.
Política fiscal	Habrà estricta disciplina en las finanzas públicas para consolidar la estabilización de la economía.
Política de ingresos	En la electricidad doméstica de baja tensión, los ajustes graduales no excederán de un dígito durante 12 meses. Igual sería la gasolina. Los peajes de transporte de carga en carreteras de cuota no aumentarán.
Política monetario-financiera	Será congruente con el objetivo de consolidar la estabilidad económica y de precios.
Política cambiaria	El peso se deslizará a razón de 0,40 pesos diarios.
Política salarial	La Comisión Nacional de Salarios Mínimos considerará la propuesta del Pacto para fijar los salarios mínimos generales y profesionales.

Fuente: Chávez, Op. Cit.

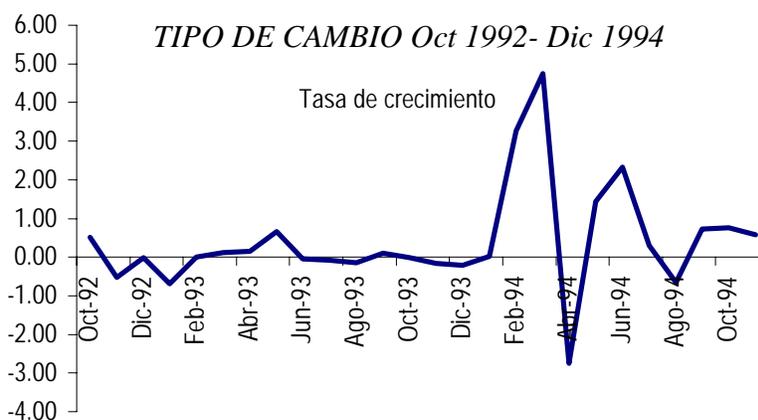
Para lograr estos objetivos, el *PECE*² señalaba que habría una estricta disciplina en las finanzas públicas como eje fundamental para consolidar la estabilización de la economía. Así también se mencionaba que para lograr la inflación de un dígito los precios y tarifas del sector público por ningún motivo excederían de un dígito en doce meses.

Respecto a los salarios, las negociaciones contractuales se resolverían dentro de la tasa inflacionaria objetivo de la concertación, y el sector empresarial absorbería los incrementos en costos derivados de la concertación, a fin de consolidar la estabilización de precios.

En cuanto al tipo de cambio, se afirmaba que la banda de flotación del tipo de cambio continuaría ampliándose, incrementando el precio máximo de venta del dólar a razón de cuarenta centavos diarios.

A pesar de que el objetivo de una inflación de un dígito para 1992 no fue lograda ya que esta fue de 11.94, las políticas planteadas en el *PECE*² continuaron, logrando que la inflación sí alcanzara niveles de un dígito para 1993 y 1994, cuando esta fue de 8.01 y 7.05 respectivamente. La respuesta del porque de esta continuación de políticas como el alcance de los objetivos inflacionarios se encuentra en el logro de una estabilidad cambiaria, circunstancia que no solo motivó dichos éxitos, sino también el deseo de continuación futura del manejo hecho del tipo de cambio.

Gráfica III.7



Datos del Tipo de cambio mensual promedio, pesos por dólar estadounidense para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Tipo de Cambio, INEGI.

Por lo que en el *Pacto para el Bienestar, la Estabilidad y el Crecimiento (PABEC)*, firmado en septiembre de 1994, cuya intención era lograr una tasa de crecimiento real de por lo menos el doble de la correspondiente a la población y una tasa de inflación del 4% durante 1995, mantenía la política cambiaria adoptada desde 1992, esto es, un deslizamiento de .0004 (diezmilésimas) diarias de nuevo peso frente al dólar.

Esto sumado a la política salarial que aprobaba un aumento del 4% a los salarios mínimos, permitirían alcanzar la meta inflacionaria.

El logro de las metas inflacionarias de un dígito en 1994 hacían parecer que por fin tanto el modelo, como los pactos, como las políticas estabilizadores implementadas habían logrado el tan anhelado abatimiento de la inflación y así mismo el logro de la propia estabilización, dichos resultados se resumen y observan claramente en el cuadro III.4.

Cuadro III.4

METAS Y RESULTADOS DE LA DESINFLACIÓN EN MÉXICO: 1988-1994

(Porcentajes de diciembre a diciembre)

<i>Concepto</i>	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Metas Pactos*	79.6	Consolidar abatimiento	23.0	Consolidar abatimiento	un dígito	un dígito	5.0
Metas FMI*	-	18.0	15.0	14.9	9.4	-	-
Inflación Internacional ¹	-	20.5	23.0	8.3	-	3.0 ²	2.6 ²
Resultados	51.7	19.7	29.9	18.8	11.9	8.0	7.1
Canasta básica	-	15.4	33.4	22.3	8.1	7.5	8.1
Mercancías libres	-	10.3	20.2	13.6	9.9	5.1	5.1
Servicios libres	-	39.5	36.9	20.1	17.7	10.4	7.6

FUENTE: Chávez, Paulina. "Las cartas de intenciones y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982- 1994". Edit. IIEC- UNAM VAP. México, 1996.

* Datos de los pactos de estabilización de 1987 a 1994 y las cartas de intención firmadas por México con el FMI.

¹ La inflación internacional es la inflación de los principales socios comerciales, medida en pesos, considerando sus tasas de inflación internas, su anticipación en el intercambio comercial de México y sus tipos de cambio respecto al peso.

² Corresponde a la inflación de Estados Unidos

Sin embargo, a finales de 1994 se presentó una crisis cuyos orígenes y causas fueron las propias políticas estabilizadoras. La versión oficial de las causas que generaron la crisis fueron:

- Elementos políticos que generaron incertidumbre
- La elevación de las tasas de interés en los Estados Unidos
- El excesivo nerviosismo de los agentes económicos por la sobrevaluación del tipo de cambio del peso
- La pérdida de credibilidad en el gobierno y en su capacidad para sostener la paridad cambiaria frente a un déficit excesivo en la cuenta corriente externa

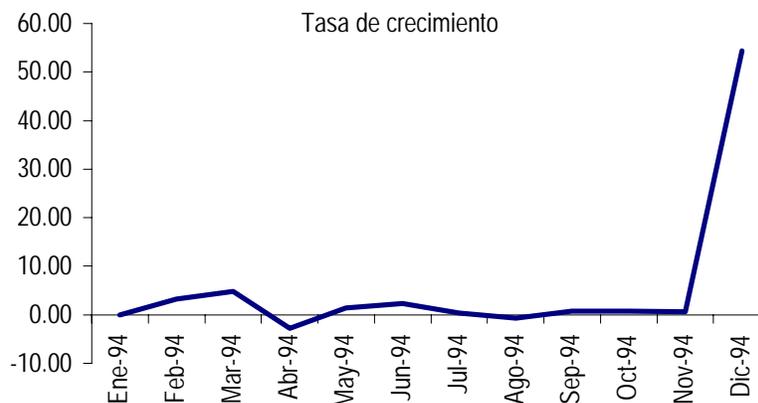
No obstante, varios analistas le dan más importancia a otros factores de carácter estructural como:

- El agotamiento de la política de estabilización llamada “pactos”, que llevo al abuso de la represión salarial
- La sobrevaluación del tipo de cambio. Esto significó que la inflación no descendió hasta una tasa que fuera menor, comparada con la tasa de devaluación, por lo que (según la teoría de la paridad de las monedas) la subvaluación alcanzada en 1987 (32%) se perdió en 1991 y la moneda empezó a sobrevalorarse (ya antes de la devaluación de diciembre de 1994 llegaba a 45%). Y en lugar de acelerar el deslizamiento cambiario desde un principio (para igualar las tasas de devaluación e inflación, al menos) el gobierno prefirió mantenerlo invariable, apostando a favor de los flujos de capital para garantizar, artificialmente su cotización.
- Las elevadas tasas de interés en el mercado primario para atraer capital y la sustituibilidad de los valores gubernamentales. Cabe señalar que no obstante la volatilidad de los capitales especulativos, el banco central promovió el traslado de las inversiones de Cetes a Tesobonos. La dolarización de los mercados financieros tenía un objetivo: retener internamente los pesos no deseados. La pérdida de confianza de los inversionistas también se sustentó, según los analistas de las corredurías externas, en la discrepancia entre la información de la circulación de la deuda publica interna de la Bolsa Mexicana de Valores con la del Banco de México y de la Secretaria de Hacienda y Crédito Público.

- La “inadecuada” devaluación, es decir, en lugar de ajustar la paridad inmediatamente, se optó por elevar el techo de la banda de flotación, y la tardía respuesta del Banco de México para elevar las tasas de interés.

En suma, la crisis se gestó durante varios años y sus causas centrales se ubican en la naturaleza del modelo y las políticas estabilizadoras seguidas, ya que la estabilización de la economía se logró sin un crecimiento y con un abultado déficit de la balanza comercial, lo que implicó la expansión de la brecha externa. Ambos hechos señalaban que esa política era débil y planteaba serias dudas acerca de su continuidad, pues desde 1993 ya se advertían los efectos desestabilizadores de los flujos de capital. Si bien es cierto que estos fondos ampliaron los espacios de maniobra en el manejo económico, también permitieron la reevaluación cambiaria, financiar el déficit externo y acumular las reservas internacionales más altas de la historia. Así también la crisis de 1994-1995 reveló que las autoridades subestimaron el carácter especulativo de la mayor parte de los capitales que ingresaron a los mercados de dinero y de capital, sensibles a cualquier cambio local o foráneo, que generaban una incertidumbre sistemática sobre su permanencia y la capacidad para mantener los equilibrios económicos en el mediano plazo, reforzando así las expectativas devaluatorias⁵¹.

Grafica III. 8
TIPO DE CAMBIO 1994



Datos del Tipo de cambio mensual promedio, pesos por dólar estadounidense para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Tipo de Cambio,

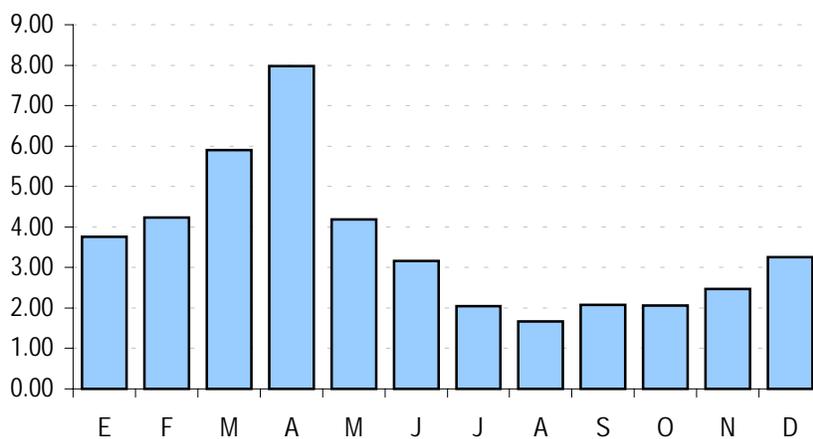
⁵¹ Solís, Leopoldo. *Crisis económico-financiera 1994-1995*. Fondo de Cultura Económica. México 1996. p.86-88.

Periodo 4, Etapa 1. 1995-1997

La Inflación se volvió a acelerar como resultado de la devaluación de diciembre de 1994, lo cual se observa claramente en la Gráfica III.9, donde la inflación mensual, según el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), se situó en 3.8 por ciento durante enero y continuó en ascenso hasta alcanzar en abril una tasa de 8 por ciento. A partir de mayo, el incremento mensual de los precios al consumidor ha mantenido una tendencia a la baja, descendiendo a un nivel de 1.66 por ciento en agosto. La elevación acumulada de los precios al consumidor durante los ocho primeros meses de 1995 fue de 37.9 por ciento.

Gráfica III.9

TASA DE INFLACIÓN MENSUAL 1995



Datos de la Inflación Mensual Anualizada

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Mensual Anual, INEGI.

El ajuste del tipo de cambio ocurrido en diciembre de 1994 (de 49.7 por ciento) y la depreciación acumulada de la moneda nacional a lo largo de 1995 (de 21.6 por ciento hasta el 31 de agosto), tuvieron un fuerte impacto sobre el INPC y por ende en una nueva aceleración de la inflación. En este año, la depreciación del peso se concentró en los tres primeros meses. A partir de finales de marzo hasta finales de mayo la moneda nacional mostró una sustancial apreciación y desde este último período permaneció relativamente estable, al mantenerse en un intervalo de 6.00 a 6.38 nuevos pesos por dólar⁵². De lo anterior se deriva que el efecto cambiario sobre la inflación también debió de haberse concentrado en los primeros meses del año, tal y como lo reflejaron las cifras. Estos

⁵² Cotizaciones mínima y máxima del dólar interbancario a 48 horas para el período comprendido del 1º de junio al 18 de septiembre de 1995.

movimientos cambiarios afectaron directamente los precios de las mercancías, pues éstas en su gran mayoría eran comerciadas internacionalmente.

Cabe mencionar que la política monetaria adoptada, la moderación de los ajustes salariales y el débil ritmo de la actividad económica de 1995 limitaron la transmisión del ajuste cambiario a precios. En particular, la contracción de la demanda agregada forzó a las empresas a absorber mediante reducciones de sus márgenes de utilidad el aumento de costos causado por la devaluación. Todo lo anterior explica que la depreciación del tipo de cambio haya sido de más de ochenta por ciento de mediados de diciembre a finales de agosto, mientras que la inflación acumulada en ese período fue de menos de 40 por ciento y el crecimiento de los precios de las mercancías de 45 por ciento.

Ante la anticipación de una contracción en la actividad económica, de una tasa de inflación más elevada y un mayor nivel promedio de las tasas de interés para 1995, en marzo de ese año el Gobierno Federal creó el *Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE)*, en el cual se vio la necesidad de promover algunas medidas fiscales para evitar un deterioro de las finanzas públicas que obraría en contra de la consecución de la estabilidad económica.

Así, a partir del mes de abril de 1995 se aumentó la tasa general del IVA del 10 al 15 por ciento (salvo en las zonas libres y franjas fronterizas, donde se mantuvo la tasa del 10 por ciento). Si bien esta medida explica una buena parte de la elevada tasa de inflación que se registró durante marzo de ese año, es importante señalar también que su efecto sobre el nivel general de precios fue solo temporal.

En el *PARAUSEE* se incluyeron aumentos en los precios de las gasolinas y del gas doméstico, e incrementos de las tarifas eléctricas y de aquellas que cobraban por sus servicios Ferrocarriles Nacionales de México, aeropuertos y Servicios Auxiliares, y Caminos y Puentes Federales. En adición, con el fin de eliminar distorsiones en el sistema de precios también se restableció la práctica de fijar los precios y tarifas de productos públicos comerciados con base en sus referencias internacionales. Estas medidas, si bien en el muy corto plazo se reflejaron en mayores tasas de inflación, a la postre serían fundamentales para lograr la estabilización, puesto que contribuyeron a mantener las finanzas públicas sanas.

Por otra parte, los precios de algunos bienes y servicios incluidos en la canasta básica también tuvieron que ser ajustados a la alza en ese año.

En suma, en el propio Informe anual del Banco de México para 1995 mostró cuales fueron las contribuciones inflacionarias de los principales ajustes en precios y tarifas mencionados anteriormente. Dichos ajustes, aunados a la repercusión inflacionaria causada por el aumento del IVA, explicaban 4.42 puntos porcentuales de la inflación de abril y 10 puntos porcentuales de la inflación acumulada en el período enero-agosto de 1995⁵³.

Todos estos factores aunados a la continuación del clima de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financiero y cambiario llevaron a que al final de este año no se lograra la meta de inflación fijada primero en 19 puntos y luego en 42 puntos, ya que en realidad esta alcanzó la para nada ignorable cifra de 51.97 puntos, si bien el banco central a inicios del año opto en tomar medidas con el objeto de comenzar a construir la nueva ancla nominal, la política monetaria, como al disminuir el limite del monto de crédito interno neto primero a 12,000 millones de nuevos pesos, y después a 10,000 millones de nuevos pesos; así como la introducción del esquema de encaje cero a partir del régimen de saldos acumulados, el efecto de estos no fue suficiente para contrarrestar la aceleración inflacionaria.

A pesar del fracaso obtenido en dicho año el Banco de México continuo con este mismo tipo de política monetaria justificándose en el hecho de que la inflación de 1995 fue menor a la mitad de la depreciación de la moneda nacional ocurrida de diciembre de 1994 al mismo mes de 1995, a partir de lo cual deducía que la política monetaria adoptada había contribuido a contener las presiones inflacionarias a las que estuvo sujeta la economía mexicana.

Además tomaba como éxito el cumplimiento del límite establecido para el crédito interno neto, ya que el monto de éste se redujo sustancialmente decreciendo en 77,688 millones de pesos al pasar su saldo de 24,196 m. p. al 31 de diciembre de 1994, a (-)53,492 m. p. al 29 de diciembre de 1995. Denotando que cuando se fijó el límite de 10,000 m.p. al crecimiento de ese agregado, México aún no contaba con apoyos externos y recién se había adoptado un régimen cambiario de flotación. En consecuencia, en ese entonces no era posible anticipar una acumulación importante de reservas. La posterior disponibilidad de

⁵³ Banco de México. Informe sobre la política monetaria 1995.

apoyos externos y la resultante acumulación de reservas que ello hizo posible, determinó la disminución del crédito interno neto⁵⁴ de 87,562 m.p. internacionales a lo largo de 1995.

Para 1996 el esquema de política monetaria que fue seguida correspondía igualmente al llevado en el año anterior, es decir el objetivo primordial del programa monetario era contribuir al abatimiento de la inflación, fijando una meta de inflación esperada de 20.5 puntos. La continuación del esquema era justificado bajo la premisa de que esta era la mejor manera de reiterar la confianza a los agentes económicos en cuanto al compromiso por mantener un control inflacionario.

Como ya se menciona, las políticas a implementarse serían similares a las implementadas en el año anterior aunque esta vez se utilizaría una definición diferente del crédito interno neto⁵⁵ de la usada en 1995, ya que esta última, según el Banco, no reflejaba en todos los casos la postura de la política monetaria. La medida entonces para continuar con el abatimiento inflacionario para 1996 fueron la reducción del límite al crecimiento del crédito interno neto en 15,000 millones de pesos.

Al final del año y a pesar de que nuevamente la meta de inflación propuesta no se había cumplido, ya que esta fue en realidad de 27.70 puntos, el esquema de política monetaria fue catalogado como exitoso ya que había logrado disminuir la inflación en un cincuenta y dos por ciento respecto a la del año anterior, como lo muestra la Gráfica III.10.

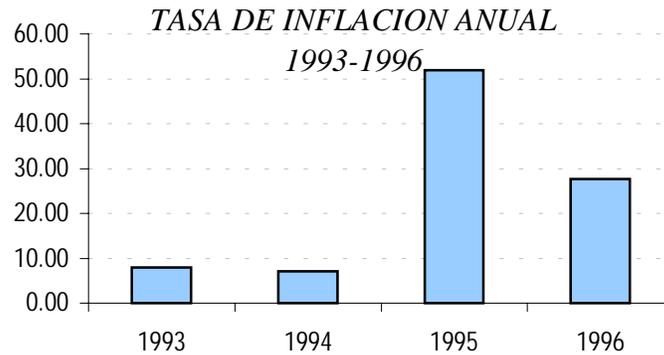
Los factores que explicaban dicha disminución fueron tanto la política fiscal y monetaria cautelosas, pero principalmente fueron la relativa estabilidad de la tasa de cambio nominal como la reducción continua de las expectativas inflacionarias, reflejadas en la continuación de las evoluciones salariales moderadas y en la reducción gradual en los pronósticos de inflación del sector privado, quienes llevaron al logro de tal disminución⁵⁶.

⁵⁴ Cabe recordar que el crédito interno neto fue definido como la diferencia entre el monto de la base monetaria y el de la reserva internacional.

⁵⁵ Para 1996 el concepto “variación del crédito interno neto” se definió como la variación de la base monetaria menos la variación de los activos internacionales netos. Por estos últimos se entendería el resultado de restar a los activos internacionales brutos, los pasivos del Banco de México a favor del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las variaciones de los activos internacionales netos se traducirán a moneda nacional usando el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación.

⁵⁶ OCDE. México, estudios económicos de la OCDE 1998. Francia 1998.

Grafica III. 10



Datos de la Inflación Anual.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Inflación Anual, INEGI.

Ante tal disminución el anuncio de política para 1997 fijaba una meta de 15 puntos para la inflación, esto reafirmaba la clara tendencia descendente de la inflación. El segundo objetivo bajo el cual guiaba sus operaciones el Banco Central consistía en mantener bajo control las condiciones en los mercados de divisas y de dinero, dadas las evoluciones favorables en cuanto a la inflación y a la reducción de la incertidumbre, el Banco anuncio cambios en sus procedimientos operativos, entre los cuales se incluían medidas para enfrentar las variaciones bruscas de las entradas de capital de corto plazo.

Durante 1997, los elementos y políticas congruentes con el abatimiento de la inflación se combinaron en México de manera efectiva. Los resultados obtenidos en ese año en el frente inflacionario validaron esto: la tasa anual de variación del índice general de los precios fue de 15.7 por ciento, cifra muy cercana al objetivo de 15 por ciento establecido al inicio del año y sustancialmente inferior al nivel de cierre de 1996 de 27.7 por ciento. Lo que hizo todavía más significativa esta reducción de 12 puntos porcentuales en la tasa de inflación fue que coincidió con un crecimiento del PIB real que se estima en 7.3 por ciento, la mayor tasa de crecimiento económico desde hacía 16 años. Este es el tipo de resultados que le dieron validez a la convicción del Banco de México de que solo a través de la procuración de la estabilidad de precios era como la política monetaria podía hacer su mayor contribución al desarrollo económico del país.

Otro de los fenómenos sobresalientes ocurridos fue la gran resistencia que mostró la economía mexicana ante los embates provenientes de la notable inestabilidad en los

mercados financieros internacionales durante la segunda mitad del año, inestabilidad que fue provocada principalmente por las crisis en múltiples países asiáticos.

Periodo 4, Etapa 2. 1998-2000

Entorno a los éxitos obtenidos en materia de inflación en el año de 1996 y 1997 el panorama hacia parecer que el abatimiento inflacionario sería más favorable por lo cual en 1998 se esperaba lograr una meta inflacionaria de 12 por ciento. Sin embargo, dicho año resulto ser complicado ya que se presento un entorno externo adverso caracterizado por una pronunciada caída del precio del petróleo, un deterioro importante de los términos de intercambio del país, un menor crecimiento económico en el mundo y una fuerte contracción de los flujos de capital del exterior. En buena medida, esto último fue consecuencia de la gran volatilidad observada en los mercados financieros internacionales, producto de la crisis global acontecida en 1997⁵⁷.

Y aunque la política económica adoptada en 1998 permitió que los choques del exterior pudieran ser absorbidos, sin afectar de manera significativa a la actividad productiva y a la posición externa de la economía mexicana, no pudo evitarse que se diera un ajuste ante tales perturbaciones referidas, el cual se manifestó en que la moneda nacional se depreció sustancialmente.

La depreciación del peso impactó los precios de los bienes comerciables internacionalmente, lo que indujo movimientos al alza en las expectativas de inflación. A su vez, esto se reflejó en las revisiones salariales contractuales, y en mayores precios para una amplia variedad de bienes y servicios. Además, los aumentos inesperados de algunos precios sujetos a control oficial, la entrada en vigor en diciembre del incremento del salario mínimo para 1999 y una elevación atípica de los precios de las frutas y legumbres (por factores climáticos), todo esto redundó en un aumento de la inflación de 1998 por arriba de la registrada en 1997, y primordialmente en una desviación respecto de su objetivo en más de seis puntos porcentuales a pesar de que el Banco de México restringiera repetidamente la política monetaria durante dicho año.

Aunque es cierto que la restricción monetaria pudo haber sido más intensa, en un intento por anular las presiones inflacionarias imprevistas, sin embargo, dada la magnitud de las

⁵⁷ Banco de México. Informe sobre la Inflación 1998 y Programa de política monetaria para 1999. México 1998.

perturbaciones, la brevedad del periodo en que éstas se concentraron y el tamaño de la contracción monetaria que se hubiera requerido para neutralizar por completo las sorpresas en la inflación, el Banco de México no juzgó conveniente proceder de tal manera ya que las consecuencias sobre el sector real de la economía hubiesen sido perjudiciales. En buena medida, los perjuicios en cuestión se originaron debido a que los agentes económicos no ajustaron de inmediato a la baja sus expectativas inflacionarias, en función de las acciones de la autoridad. Así, si el banco central hubiese intentado cancelar enteramente el impacto directo de las modificaciones en precios relativos sobre la inflación, las medidas monetarias hubieran tenido un efecto depresivo sobre la actividad económica, el empleo y la inversión, en conjunción de otros impactos negativos sobre el sistema financiero que incluso hubieran podido hacer que el esfuerzo antinflacionario resultara insostenible⁵⁸.

Ante tal retroceso se hizo aun más necesario continuar en la búsqueda del abatimiento inflacionario por lo que el objetivo primordial del programa monetario de 1999 era contribuir a la reducción de la tasa de inflación a 13 por ciento .

La aplicación de una política monetaria enfocada a la consecución del objetivo de crecimiento de los precios para el año y dirigida a contrarrestar los efectos inflacionarios heredados de las perturbaciones externas y de los aumentos de precios públicos de fines de 1998 permitió, entre otros factores, que la meta inflacionaria fuese más que lograda, ya que la inflación registrada al final de 1999 fue 12.32 por ciento, cantidad menor a la cifra objetivo. Esto consagraba nuevamente la lucha antinflacionaria, además, de que como el crecimiento económico, pero principalmente el mercado laboral habían registrado un repunte, remarcaba que el logro de una estabilidad de precios era primordial, y más en este año ya que no se había incurrido en un costo de una disminución en el empleo.

Entre otros factores que explican la moderación del incremento de los precios y el logro de la meta de inflación en 1999 podemos mencionar: la apreciación y posterior estabilidad del tipo de cambio, el comportamiento de la mayoría de los precios de los bienes y servicios suministrados por el sector público en congruencia con lo propuesto en los Criterios Generales de Política Económica para 1999 y, la sólida política fiscal que contribuyó a la formación de un entorno propicio para la reducción de la inflación.

⁵⁸ *Ibíd.*

Cabe destacar un aspecto relevante sucedido en este año, dado el retorno al éxito en el abatimiento de la inflación la estrategia desinflacionaria se planteo propósitos más ambiciosos, trascendiendo a un objetivo inflacionario en un horizonte de mediano plazo congruente, obviamente, con la búsqueda de la estabilidad de precios⁵⁹.

Dicho avance planteaba la convergencia de la inflación mexicana con la de sus principales socios comerciales hacia finales del año 2003. En ese orden de ideas, con el propósito de establecer un marco de referencia de corto plazo para esa trayectoria hacia la estabilidad de precios, el Banco de México pretendía para el año 2000 lograr una tasa de inflación que no excediera el 10 por ciento anual.

No obstante, el desempeño antiinflacionario del 2000 resultó sustancialmente mejor que el que se había anticipado al inicio de ese año. La inflación anual se redujo de 12.32 por ciento en diciembre de 1999 a 8.96 por ciento en diciembre de 2000. De esta manera se cumplía, y con un amplio margen, la meta de alcanzar una inflación que no excediera dos puntos porcentuales.

Este descenso y el cumplimiento de la meta se explicaban principalmente por la aplicación de una política monetaria congruente con el objetivo de inflación, como por la estabilidad del tipo de cambio, así como la mejoría de las expectativas de inflación.

En suma, el éxito en la lucha desinflacionaria efecto de la estrategia de política monetaria que fue modificándose con el fin de incrementar su efectividad y transparencia ante los cambios que había venido experimentando la economía de México tenía como resultado una convergencia gradual hacia un esquema de objetivos de inflación.

⁵⁹ Banco de México. Informe sobre la Inflación 1999 y Programa de política monetaria para 2000. México 1999.

IV. EL ESQUEMA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN COMO INSTRUMENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

IV. 1 Situación previa.

Como se vio en el desarrollo del capítulo anterior el abatimiento de la inflación comenzó a ser una importante problemática a resolver a partir de 1972. Cabe destacar que los factores causales que desataron dicho fenómeno en cada periodo son claramente fáciles de distinguir y son resumidos en el Cuadro IV.1. También es fácilmente distinguible el hecho que las expectativas inflacionarias fueron un elemento acelerador y perpetuador de la problemática inflacionaria.

Cuadro IV.1

CUADRO RESUMEN DE LAS CAUSAS Y FACTORES QUE PROLONGARON LOS CHOQUES DE LA INFLACION EN MÉXICO

<i>Años de aceleramiento inflacionario</i>	<i>Causas y factores</i>
1972 , 1976	Enorme Gasto Público y su monetización; Déficit de la Cuenta Corriente, Devaluación del tipo de cambio de 1976, Nueva expansión del Gasto Público por ingresos petroleros
1982 , 1986	Mismos Factores anteriores, Crisis de 1982, y un gran componente inercial de enormes expectativas inflacionarias
1990	Devaluación Gradual del tipo de cambio, y un gran componente de expectativas inflacionarias
1994	Enorme Devaluación del tipo de cambio, y un gran componente de expectativas inflacionarias

FUENTE: Elaboración propia.

En la primera etapa la inflación fue provocada por la expansión del gasto público el cual fue monetizado, también por el déficit en la cuenta corriente, así como por la gran

devaluación ocurrida en 1976. Mientras que en la segunda etapa esta fue causada tanto por los mismos factores anteriores, como por la crisis de 1982, pero así también y con una mayor incidencia, por las expectativas inflacionarias que crearon una inflación inercial. Para la tercera etapa la devaluación gradual del tipo de cambio fue el factor principal, sin embargo las expectativas formaron nuevamente gran causal del fenómeno. Finalmente en la etapa cuatro la gran devaluación, generadora también de la crisis de 1995, motivo a que nuevamente ocurriera una aceleración de la inflación, pero como al igual que en las dos etapas anteriores, las expectativas se posicionaron como un factor relevante que perpetuaba la aceleración de los precios.

Por lo tanto es claro el papel que han jugado las expectativas inflacionarias aunque no en la causalidad de dicho fenómeno si en su perdurabilidad, las cuales solo pueden ser atenuadas a través del logro, por parte de las autoridades monetarias, del abatimiento del mismo proceso inflacionario.

A través del tiempo y gracias al logro gradual de la disminución de la inflación debido a las políticas implementadas por el Banco Central las expectativas inflacionarias fueron siendo menores y su confianza en esta institución comenzó a ser mayor. Así al iniciar los agentes a disminuir sus perspectivas de la propia inflación coadyuvaron en la propia reducción de la inflación, elemento clave de apoyo hacia dicho objetivo.

Sin embargo tras la crisis cambiaria de 1994, cuyo origen fue encontrado por los agentes económicos en las propias políticas emprendidas por el Banco Central, origino que la credibilidad tanto en dicha institución como en sus políticas fuera totalmente abatida por lo que la tarea era reconstruir dicha credibilidad.

En la búsqueda de la recuperación de credibilidad, claro sin olvidar la continuación del abatimiento inflacionario, y como se vera a continuación, el Banco de México emprendió diversas acciones como:

- el establecimiento de la estabilidad de precios como objetivo prioritario,
- la obtención de autonomía del Banco Central
- manejo más estricto de la política monetaria a través de un agregado monetario fácilmente visible dada la coyuntura de la crisis
- una mejor política de comunicación.

El irse abatiendo la inflación nuevamente por medio de estas medidas aunado a que estos resultados superaban gratamente a los pronósticos hechos por el mismo Banco Central permitió establecer un objetivo de mediano plazo para la inflación.

Tales éxitos llevarían al Banco Central a adoptar formalmente el Esquema de Objetivos de Inflación como la alternativa que le permitiría la consolidación de la credibilidad en sus políticas y su objetivo de abatir la inflación.

Con el fin de aclarar este proceso de transición hacia el Esquema de Objetivos de Inflación este se desarrollara mas detalladamente a continuación.

IV. 2. Transición hacia el Esquema de Objetivos de Inflación.

Reconstruyendo la credibilidad

IV. 2. 1. Mandato para la estabilidad de precios y la autonomía de la banca central.

El logro de la estabilidad de precios ya existía como mandato en nuestro país en el artículo 28 constitucional, sin embargo la propia ambigüedad del simple mandato, y el no existir una figura sobre quien recayera esta responsabilidad y el subordinamiento del Banco de México al gobierno federal no permitía que se lograra garantizar el logro de la estabilidad de precios ya que esta subordinación hacia latente que en cualquier momento existiría una inconsistencia intertemporal.

Con el fin de evitar esto fue que se propuso en 1994 la modificación de dicho artículo constitucional. Esta modificación pretendía dar el carácter de prioritario a la estabilidad de precios como así también dar al Banco de México independencia, buscándose pues lograr una figura de un banco central autónomo.

La autonomía del Banco Central se apoyaba en tres fundamentos: su independencia para determinar el volumen del crédito primario que pueda ser concedido, la independencia que se ha otorgado a las personas que integren su Junta de Gobierno y la independencia administrativa de la Institución.

La justificación a dicha propuesta de modificación se expresaba claramente en la “Exposición de motivos de la iniciativa de decreto de reforma del artículo 28” enviada por el ejecutivo al congreso de la unión:

La existencia de un banco central con el mandato de procurar, sobre cualquier otra finalidad, la estabilidad de los precios, permite contar con una institución dentro del Estado comprometida en el largo plazo con ese objetivo. En este sentido, el banco central podría actuar como contrapeso de la administración pública, respecto de actos que puedan propiciar situaciones inflacionarias. Pero también podría actuar como contrapeso de los particulares, cuando éstos consideren emprender acciones conducentes al aumento de los precios o de los costos, con la expectativa de que las autoridades llevarán a cabo una expansión monetaria suficiente para acomodar tal aumento.

La definición del criterio prioritario conforme al cual el banco deba realizar sus operaciones presenta varias ventajas, además de las ya señaladas. En primer lugar, ofrece una medida clara para evaluar su desempeño: el ritmo de la inflación. En tanto que si el banco central debiera cumplir con varios objetivos de igual rango, podría justificar el insatisfactorio cumplimiento de algunos de ellos aduciendo los esfuerzos realizados para satisfacer otra finalidad. En segundo término, al fijar como objetivo primordial del banco central la estabilidad de los precios, la política monetaria se torna más predecible, facilitando así las decisiones de los participantes en la economía. Si el banco persiguiera diversas finalidades podría cambiar bruscamente su actuación en función del fin que en determinado momento considerara prioritario. Como ya se señaló, un ambiente de incertidumbre no favorece al desarrollo económico.

La Iniciativa que hoy someto al Constituyente Permanente supone un paso más en la Reforma del Estado. Propone un nuevo arreglo entre las instituciones que lo componen para mejor proveer a la elevación del nivel de vida de los mexicanos y a una más justa y adecuada distribución de la riqueza. Implica una importante transferencia de atribuciones del Ejecutivo al banco central con vistas a consolidar y mantener la estabilidad de precios. Estabilidad que, conviene enfatizarlo, no se persigue como un objetivo en sí mismo, sino como una condición necesaria, si bien, no suficiente, para lograr en forma sostenible la equidad social y el desarrollo económico.

La efectiva autonomía del banco central requiere de ciertos presupuestos que se propone consignar en el artículo 28 constitucional. Elemento esencial de la autonomía de un banco central es la facultad exclusiva que debe tener para determinar el monto y manejo de su propio crédito, definido en el sentido más amplio. Por ello es necesario establecer en nuestra Constitución Política que ninguna autoridad podrá ordenar al banco central conceder financiamiento, es decir, otorgar crédito por cualquier medio o adquirir valores. De otra manera, la consecución de la estabilidad de precios, criterio rector para la actuación del banco central, se pondría en grave riesgo.

En el propio artículo 28 se establecería que el banco central, en los términos que establezcan las leyes, y con la intervención que corresponda a otras autoridades competentes en estas materias, regulará el crédito, los cambios y la prestación de servicios financieros. Esos ordenamientos asignarían a las autoridades gubernamentales y al banco central las facultades de regulación en estas materias. Además, establecerían los mecanismos que garanticen una adecuada coordinación de las políticas del banco con la política económica general del Gobierno.

La Iniciativa establece que el banco contará con las facultades de autoridad que se requieran para el ejercicio de sus funciones. Sobre el particular, conviene destacar que hoy en día la política monetaria, lo mismo en México que en los llamados países industrializados y en otras naciones, se ejecuta fundamentalmente a través de operaciones de mercado. Sin embargo, la expedición de normas es necesaria para la mejor organización de los mercados y para la superación o

disminución de sus diferencias. Evidentemente, para asegurar la eficacia de tales normas, el banco autónomo debe estar en posibilidad de constatar su observancia y de sancionar su incumplimiento.

Con el establecimiento de estas facultades quedaría previsto en nuestra Constitución un concepto moderno de banco central, actualizando así la noción prevaleciente en 1917, mantenida hasta hoy en día en el texto constitucional, la cual, por cuanto a las facultades del banco central, sólo se refería al monopolio de la emisión de los billetes.⁶⁰

La lograda autonomía del Banco Central pretendía transmitir al público el compromiso formal y creíble por parte del gobierno para la consecución de la estabilidad de precios.

Sin embargo, esto no fue suficiente debido a la propia crisis que aconteció a finales de ese mismo año, además de que, como algunos autores han argumentado, la credibilidad de la política monetaria sólo logra darse cuando ésta demuestre, mediante hechos, que puede ser efectiva en su cometido de abatir la inflación.

Por tanto, se requería tener también políticas antiinflacionarias exitosas, ya que solo así las autoridades monetarias podían lograr afectar las expectativas de los agentes económicos, y así gozar de credibilidad.

IV. 2. 2. Mejor política de comunicación hacia una mayor transparencia

En esta perspectiva de la política monetaria convergente al Esquema de objetivos de Inflación uno de los factores clave de la implementación de este enfoque ha sido la relevante búsqueda de transparencia por parte del Banco de México a través de una cada vez mejor política de comunicación de este hacia con el público con el fin de clarificar las razones causales motivantes de las propias políticas implementadas.

Si bien con las políticas y logros en la reducción de la inflación la credibilidad del Banco de México se había estado fortaleciendo, también era cierto que era necesario implementar mayores canales de comunicación que permitieran a los agentes hacer un mejor análisis de la política monetaria.

Por lo que para lograr una mejor comunicación entre el banco central y el público, se presentaba la necesidad de que el instituto central estableciera y siguiera una estrategia de comunicación activa, así entonces, a partir de 1995 se comenzó una nueva política de

⁶⁰ Exposición de motivos de la iniciativa de decreto por el que se reforman los artículos 28, 73 y 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, enviada al H. Congreso de la Unión por el Ejecutivo Federal. 1994.

información del Banco de México con el fin de que los agentes económicos pudiesen dar mejor seguimiento a las acciones del Instituto Central.

En base a ello se comenzó a:

- a) publicar diariamente el saldo de las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México a la apertura de la jornada, el de billetes y monedas en circulación y el programa de las operaciones de mercado abierto que conducirá el Instituto Central durante el día;
- b) reportar semanal y mensualmente a partir de información preliminar, pero con no más de tres días hábiles de retraso, las cifras de los principales rubros del estado de cuentas del Banco, entre las que se encuentran la base monetaria, el crédito interno neto y las reservas internacionales; y
- c) poner a disposición del público en general la amplia base de datos del Instituto Central a través del sistema Internet.

Esta política permitió reducir sustancialmente el rezago entre las fechas en que se conocían ciertas cifras y aquéllas en las que normalmente se divulgan a través de medios impresos. Todas estas medidas pusieron al Banco de México en la vanguardia de los bancos centrales en cuanto a la información que se hace del dominio público y la oportunidad con la cual se divulga.

Sin embargo a fin de mejor evaluar la conducción de la política monetaria, los agentes económicos necesitaban conocer los elementos sobre los cuales el Banco de México fincaba su análisis de las presiones inflacionarias y de las condiciones monetarias, así como los objetivos de inflación de corto y mediano plazos.

En este sentido el Banco Central determino con el fin de no permitir nuevas disminuciones de confianza en la política monetaria determino como necesario que los anuncios de cambios en el “corto” comenzaran también a ser acompañados de una explicación acerca de las razones que dieron origen a la decisión de modificar dicho instrumento.

El avance hacia la transparencia y gracias a los buenos resultados en materia del abatimiento inflacionario en general permitió al Banco de México definir por primera vez un objetivo

de mediano plazo para la inflación en 1999 lo cual claramente representó una mayor aproximación hacia el Esquema de Objetivos de inflación.

Por tanto y como elemento último hacia el logro de la transparencia necesario anterior a la implementación de Esquema de objetivos de inflación en el año 2000 el Banco de México consideró conveniente ampliar los mecanismos de comunicación con el público mediante la publicación de informes trimestrales sobre la inflación. Asimismo, se anunciaron objetivos de inflación multianuales.

Todas estas medidas enunciadas constituyeron el esfuerzo agregado que pretendía lograr que la aplicación de la política monetaria fuera lo más transparente posible. De esta forma, fue como la política monetaria en México fue convergiendo a un esquema de objetivos de inflación el cual se presentaba como la alternativa para la consolidación de la credibilidad en las políticas del Banco Central y su objetivo de abatir la inflación.

IV. 2. 2. 1. Introducción del concepto de Inflación subyacente

Uno de los factores más relevantes en cuanto a esta política de mejor comunicación que no se podía quedar de lado pero que merece una descripción a parte es la que se refiere a la introducción del concepto por parte del Banco de México de la inflación subyacente como indicador de la inflación en el año 2000.

Dicha introducción fue resultado primeramente de la convicción del Banco por dar al público acceso a mejores indicadores que permitieran al público tener una mejor interpretación tanto del fenómeno inflacionario como las perspectivas de este hacia el futuro, ya que el indicador de inflación subyacente permitía vislumbrar más claramente el comportamiento del fenómeno hacia el futuro desincorporado de la volatilidad incluida en el Índice Nacional de precios al consumidor (INPC).

El propósito de la inflación subyacente es entonces ser una buena aproximación a las variaciones en el nivel general de precios, entendiendo por éstas últimas a las variaciones que son comunes a todos los precios de la economía. Y la definición de la inflación subyacente utilizada por el Banco de México ha representa una buena aproximación a las variaciones en el nivel general de precios. Asimismo, la evidencia ha sugerido que la

inflación subyacente mensual es un buen indicador del comportamiento futuro de la inflación mensual del INPC⁶¹.

Es obvio que para un banco central es importante analizar con detalle el comportamiento de las variaciones en los precios. Por lo que un aspecto de primordial importancia es la identificación de las causas por las que se presenta una variación en el precio de algún bien o servicio. Esto se debe a que la respuesta de la política monetaria cuando la variación en los precios responde a factores de oferta, que son ajenos a la política monetaria, no necesariamente debe ser la misma que cuando dicha variación responde a factores de demanda, sobre los cuales incide la política monetaria. Ante los primeros, que generalmente son efectos de una sola vez sobre el nivel de precios y por consiguiente temporales sobre la inflación, la respuesta de la política monetaria generalmente se centra en evitar que el aumento de los precios contamine las expectativas de inflación para que no se generen incrementos subsecuentes de los precios (efectos de segundo orden). Cuando el alza de los precios tiene su origen en factores de demanda la respuesta de la autoridad monetaria usualmente es combatir inmediatamente dichos incrementos a través de la restricción de la política monetaria.

Teniendo esto en consideración, la motivación para la instrumentación de la inflación subyacente proviene de la importancia que para el Banco de México han tenido el identificar aquellas variaciones en los precios que son ajenas a factores de demanda de aquéllas que no lo son.

Esta problemática ha sido la que ha dado cabida al uso de la inflación subyacente, ya que los indicadores de la inflación subyacente tienen la finalidad de extraer de la inflación del índice general de precios, información que permita aproximar en el corto plazo la inflación del nivel general de precios.

Los trabajos de Wynne⁶² y Johnson⁶³ presentan un repaso de las metodologías que en años recientes se han propuesto para la estimación de indicadores de la inflación subyacente. A grandes rasgos dichas metodologías se pueden dividir en dos grupos. En el primero, el

⁶¹ Torres García, Alberto. “Un Análisis Estadístico de la Relación entre la Inflación General y la Inflación Subyacente en México”. Documento de Investigación No. 2003-05. Dirección General de Investigación Económica. Banco de México. Marzo 2003.

⁶² Wynne, M. “Core Inflation: A Review of Some Conceptual Issues”, Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department Working Paper No. 99-03. 1999.

⁶³ Johnson, M. “Core Inflation: A Measure of Inflation for Policy Purposes”, Bank of Canada, mimeo. 1999.

análisis se realiza a partir de información de los precios en un sólo periodo, es decir, información de tipo corte transversal. En el segundo grupo, los indicadores de la inflación subyacente se obtienen de analizar los precios a lo largo de un periodo, es decir, información en forma de series de tiempo.

Con respecto al primer grupo, la metodología más comúnmente utilizada para definir la inflación subyacente consiste en excluir del índice general de precios algunos bienes que típicamente presentan mucha volatilidad o cuyo precio obedece por lo general a aspectos que son ajenos a consideraciones de demanda agregada o de política monetaria. En otras palabras, se excluyen bienes cuyas variaciones de precios por lo general representan cambios en el precio relativo de los mismos. Por ejemplo, los precios de la energía y de algunos alimentos.

Dentro del grupo de metodologías que utilizan la información de los precios a lo largo de un periodo, lo más común es que la inflación subyacente se calcule a partir del comportamiento de la tendencia del índice general de precios.

Cuando el indicador de la inflación subyacente tiene también la finalidad de ser utilizado por el banco central como un instrumento de comunicación con el público en general, hay otros dos criterios que es importante considerar. Así, definición de la inflación subyacente debe ser transparente y fácil de entender para el público. En este sentido, es posible que por su dificultad los filtros estadísticos y los indicadores basados en distribuciones truncadas de los precios en cada periodo sean difíciles de usar como instrumentos de comunicación. Por otra parte, el criterio a considerar cuando se desea utilizar la inflación subyacente para evaluar la política monetaria y así establecer una mejor comunicación con el público, es que los datos de la inflación subyacente del pasado no cambien cada vez que se agregue nueva información.

Los resultados sugieren que la definición de la inflación subyacente utilizada por el Banco de México, denominada teóricamente como Subyacente Total, representa una buena aproximación a las variaciones en el nivel general de precios, es decir, a las variaciones que son comunes a todos los precios de la economía. Resultando en que la definición de inflación mensual subyacente es un buen indicador del comportamiento futuro de la inflación mensual del INPC, aproximadamente entre seis y nueve meses después. Esto

significa que el efecto que las variaciones en precios relativos tienen sobre la inflación del INPC tiende a desaparecer aproximadamente entre seis y nueve meses después⁶⁴.

Lo anteriormente desarrollado ha presentado que una de las mediciones de la inflación que típicamente refleja los efectos de los factores de demanda sobre los precios y que, por consiguiente, debe seguirse con detenimiento para determinar la política monetaria, es precisamente la definición de la inflación subyacente utilizada por el Banco de México. Esto se debe a que las variaciones en precios relativos que en promedio afectan de manera temporal la inflación del INPC no parecen tener en promedio un efecto importante sobre la definición de inflación Subyacente Total.

Por lo que el uso de la inflación subyacente ha permitido identificar qué parte de las variaciones en el INPC obedece a cambios absolutos en el nivel general de precios y qué parte obedece al efecto temporal que sobre la inflación del INPC tienen los cambios en precios relativos.

Esta conclusión es importante puesto que le ha permitido a la autoridad monetaria tomar las decisiones adecuadas en el combate a la inflación. Cuando las presiones inflacionarias provienen del lado de la demanda agregada, éstas rápidamente se reflejan en aumentos en el nivel general de precios, es decir, en la inflación subyacente, y requieren de una rápida respuesta de la autoridad monetaria para combatir dichos efectos sobre el nivel de precios. Cuando las presiones de inflación provienen del lado de la oferta, generalmente efectos de una sola vez, éstas se reflejan en una separación entre la inflación del INPC y la inflación subyacente. En este caso la respuesta de la autoridad monetaria buscara evitar que dichos efectos temporales sobre la inflación del INPC se traduzcan en aumentos subsecuentes en los precios (efectos de segundo orden).

⁶⁴ Torres. Op. Cit.

IV. 3. Implementación formal del Esquema de Objetivos de Inflación y sus resultados

Como ya se menciona la alternativa para que el banco central pudiese reforzar su credibilidad era especificando claramente sus metas y la forma en que se proponía alcanzarlas, por lo que un marco de total transparencia en el manejo de la política monetaria se hacía necesario.

Esta noción ya era reconocida como necesaria por instituciones como la OCDE desde 1997 la cual en su estudio económico sobre México para dicho año ya proponía la precisa adopción de metas inflacionarias de mediano plazo como parte del proceso hacia la transparencia.

En este estudio la OCDE reconocía que en México la estabilidad de precios era claramente la política primordial del Banco de México. No obstante, dentro del contexto reconocía la utilidad de que se introdujera un marco de referencia de mediano plazo más claramente definido. Con esta finalidad, era apropiado el establecimiento de una trayectoria de reducción de la inflación en los próximos años. El objetivo de inflación a mediano plazo del Banco de México establecido en el programa de 1995 – una inflación menor al 10 por ciento durante dos o tres años, y un rango de 0 a 3 por ciento para el mas largo plazo – debería ser reafirmado, quizá dando mas precisiones sobre el futuro inmediato. Por lo que era útil asimismo proveer con mayor frecuencia la información acerca de la evaluación que hacia el banco sobre los acontecimientos económicos y financieros- como se relacionaban con las futuras presiones inflacionarias y como se traducían en acciones de política. Resulta probablemente prematuro establecer una trayectoria precisa sobre las tasas de inflación y periodos; en ese caso, el anuncio anticipado de un rango de inflación como objetivo para el año siguiente – aunque fuese informal – contribuiría a guiar las expectativas, así como asegurar que la inflación se encontrase dentro de la trayectoria correcta⁶⁵.

En este sentido, la visión del Banco de México con el fin de alcanzar la transparencia se fundamento en varios elementos principales clave : primero, el anuncio del objetivo de política monetaria de largo plazo; segundo la obtención de autonomía; tercero la explicación al público del por qué las acciones de política monetaria eran congruentes con el objetivo previamente establecido; y cuarto el establecimiento de metas específicas para la inflación.

⁶⁵ OCDE. México, estudios económicos de la OCDE 1997. Francia 1997.

Como hemos visto el establecimiento del Esquema de Objetivos de Inflación ha sido un proceso gradual venido desde un largo proceso de lucha hacia el abatimiento inflacionario cuyas características han labrado el camino hacia la implementación de dicho esquema.

Si bien es cierto que desde 1994 ya se establecían metas respecto al resultado inflacionario, y que en 1999 ya se había establecido un objetivo de inflación de mediano plazo, el esquema de política monetaria de la banca central aun debía avanzar y e implementar mejoras en la transparencia para que dicho esquema fuese uno de Objetivos de inflación. Tal noción es reconocida por Mishkin (2002) el cual aclara que se necesita mucho más que anunciar públicamente dichos objetivos para el siguiente año, ya que para que la política monetaria de una economía sea caracterizada como una de objetivos de inflación, requiere los otros cuatro⁶⁶ elementos para que sea sostenible en el mediano plazo.

Los elementos a los que hace referencia Mishkin, correspondieron a las acciones que el Banco Central implementó a partir de 1994, las cuales permitieron la convergencia gradual hacia este esquema, es decir el reconocimiento del objetivo prioritario de la estabilidad de precios, el logro de la autonomía del Banco, así como la búsqueda de una mayor transparencia a través de la política de mejor comunicación con el público mediante la definición de pronósticos anuales de la inflación a partir de 1995, la definición de objetivos de mediano plazo para la inflación en 1999, y la publicación de reportes trimestrales de inflación y la introducción del concepto de inflación subyacente en 2000, todos ellos coadyuvaron para que en el 2001 se estableciera formalmente el Esquema de Objetivos de Inflación como esquema de política monetaria.

Dicha implementación aunada a la ya iniciada lucha hacia el abatimiento de la inflación lograron impactar en las expectativas inflacionarias, aunque el principal impacto de dicho esquema ha sido el logro de la convergencia hacia las metas propuestas para la inflación.

Dicha convergencia ha sido la mejor forma en que dicho esquema a logrado incidir en las expectativas inflacionarias, así como ha logrado incrementar la credibilidad en el Banco Central.

Como se ha descrito la lucha de la política monetaria en contra del abatimiento inflacionario convergente al Esquema de objetivos de inflación provenía desde 1995, la

⁶⁶ Los cinco elementos principales de una estrategia de objetivos de inflación han sido desarrollados en el primer capítulo, en la sección de definición de las metas u objetivos de inflación.

cual en términos generales había logrado ir disminuyendo dicho fenómeno desde dicho año, por lo que al adoptarse este esquema la política monetaria solo continuo aplicando las medidas implementadas hasta entonces para continuar contrayendo la inflación, aunque con el ingrediente adicional de lograr obligadamente las metas establecidas.

Por lo que en el 2001 la disminución de la inflación continuó a pesar de la contracción del crecimiento económico, este descenso de la inflación anual de fue de 8.96 por ciento en diciembre de 2000 a 4.40 por ciento en diciembre de 2001 lo cual posibilitó una significativa disminución de las tasas de interés, nominales y reales, las cuales alcanzaron niveles que no habían sido observados en mucho tiempo. Así, en 2001 la economía registró, por primera vez en los últimos 25 años, un ciclo económico normal en el cual la desaceleración de la economía estuvo acompañada de un comportamiento estable de las principales variables financieras.

Este logro significó que por tercer año consecutivo se cumpliera con el objetivo propuesto. El descenso de la tasa de crecimiento de los precios se sustentó en factores como la política monetaria de corte preventivo instrumentada en 2000 y al inicio de 2001; en la desaceleración de la demanda agregada; en la estabilidad cambiaria; y, por último, en una evolución muy propicia de los precios de los bienes agropecuarios y de los administrados y concertados. Con respecto a esto último, el carácter volátil de dichos precios sugería que parte del desempeño reciente de la inflación general podría resultar transitorio. Por tanto, en esta situación había ganado relevancia la inflación subyacente como indicador de la tendencia inflacionaria de mediano plazo⁶⁷.

Por lo que para consolidar los resultados obtenidos y alcanzar una inflación baja y estable, en los siguientes años la política monetaria se orientaría a cumplir con las metas propuestas para 2002 y 2003.

Sin embargo para 2002 el esquema de objetivos de inflación sufriría su primer embate ya que la inflación resultante de dicho año resultó mayor a la pronosticada en 1.2 puntos. Este aumento según el Banco de México fue originado por un importante repunte que experimentaron los precios administrados y concertados y de los productos agropecuarios.

⁶⁷ Banco de México. Informe sobre la inflación 2001.México 2001.

IV. 3. 1. Evolución posterior. Respuesta a choques inflacionarios

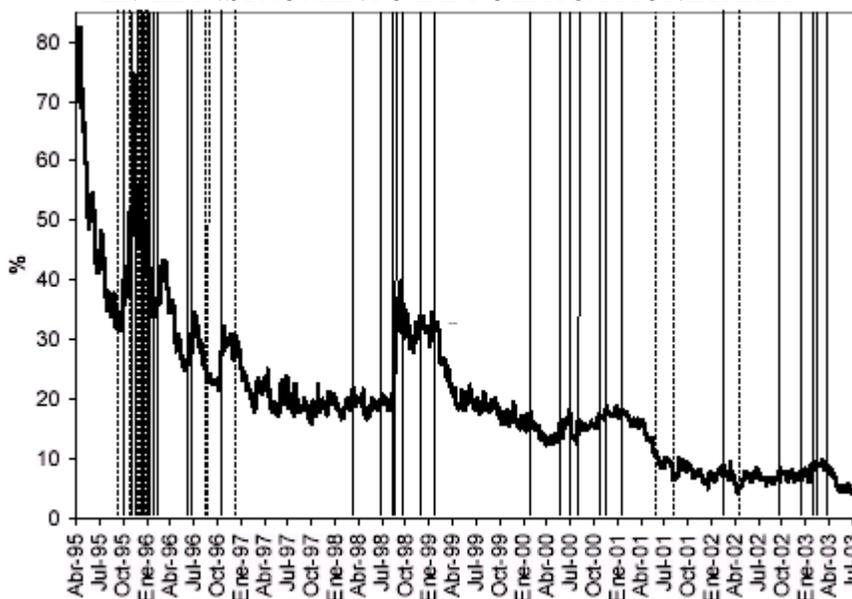
Cabe destacar el hecho de que las medidas implementadas por la banca central a raíz de la aceleración de la inflación que han ocurrido como en el año 2002, permitió que tanto el Esquema de objetivos de inflación como la conducción de la política monetaria del banco central no perdieran credibilidad.

Esto gracias al minucioso análisis que el Banco realizó respecto al origen de la presión inflacionaria, ya que dicha evaluación permitiría que las acciones tomadas para controlar dicha aceleración fueran congruentes con los principios del esquema de objetivos de inflación.

Por lo que tanto el “corto” como el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo resultaron útiles para identificar los cambios en la postura de la política monetaria.

Gráfica IV.1

TASA DE INTERÉS NOMINAL Y CAMBIOS
EN EL INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA*



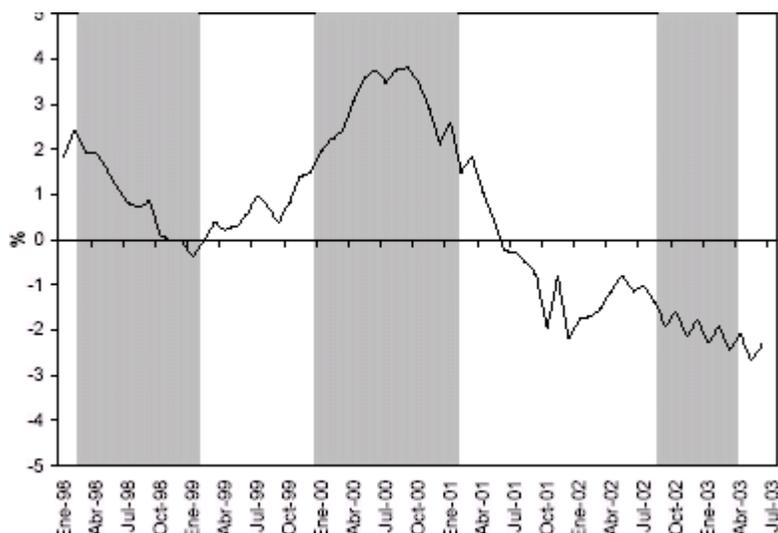
* Las líneas continuas representan las fechas en que el “corto” cambio hacia mayor restricción y las líneas punteadas cambios hacia un relajamiento.
Fuente: Banco de México.

Como ya se mencionó dicho aceleración fue resultado del aumento en las tarifas de electricidad y en los precios de los bienes agrícolas, el banco interpretó entonces que dicha presión de la inflación provenía entonces de choques de oferta tipo cost-push (aumento de costos), fundamentaba dicha posición ya que se observaba una tendencia decreciente de la

brecha del producto y una tendencia creciente de la inflación, lo cual sugería que como ya se había mencionado, la principal fuente de presiones inflacionarias provenían de choques desfavorables tipo cost-push⁶⁸.

Gráfica IV.2

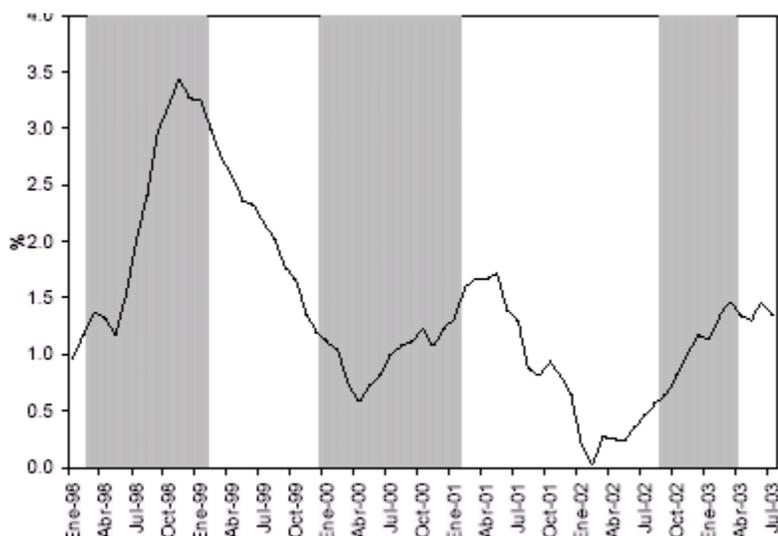
BRECHA DEL PRODUCTO*



* Las áreas sombreadas corresponden a episodios de política monetaria restrictiva.

Fuente: Banco de México.

BRECHA DE INFLACIÓN*



* Las áreas sombreadas corresponden a episodios de política monetaria restrictiva.

Fuente: Banco de México.

⁶⁸ Treviño, D. “El esquema de objetivos de inflación”. Presentación, Seminario “La Banca Central y la Política Monetaria en México”. Facultad de Economía, UNAM y Banco de México. México 2004.

Ante esta disyuntiva y dado que ya se tenía identificado el origen de dicha aceleración inflacionaria adquirió entonces relevancia cual debería ser la recomendación de acción de política monetaria ante dicha presión inflacionaria que fuera congruente con los principios del Esquema de objetivos de inflación y que no tuviera costos mayores.

Dada la naturaleza del choque inflacionario tipo cost-push la recomendación fue permitir que el choque tuviera un efecto de una sola vez sobre el nivel de precios y un efecto temporal sobre la inflación. Aunque se reconocía que si a raíz de este choque existiera contaminación en las expectativas de inflación, entonces era prudente restringir la política monetaria⁶⁹.

Ante este escenario, la política monetaria se concentró en evitar que tuviese lugar una contaminación tanto de las expectativas de inflación como de la inflación subyacente. A este respecto, el 6 de diciembre de dicho año el nivel del “corto” se aumentó de 400 a 475 millones de pesos. Esta medida de política monetaria se tomó con un enfoque prospectivo y se sumó a la modificación del “corto”, de 300 a 400 millones de pesos, adoptada a finales de septiembre. La intensificación de la restricción monetaria respondió a la necesidad de inducir una inflexión a la baja de las expectativas inflacionarias de mediano plazo y propiciar las condiciones monetarias conducentes a que el incremento anual de los precios al consumidor convergiera hacia la meta de inflación de 3 por ciento propuesta para 2003⁷⁰. Tales medidas implementadas, las cuales fueron basadas en un minucioso análisis como congruentes con los principios del Esquema de Objetivos de inflación, permitieron que a pesar de que no se hubiese logrado el pronóstico de inflación dicho esquema como la política monetaria del Banco perdieran credibilidad, por lo que las políticas seguidas correspondieron plenamente a la continuación del abatimiento inflacionario mediante el mismo esquema operativo y de política.

Dicha cuestión fue comprobada en 2003 cuando la inflación cerro a un nivel de 3.98 por ciento, la cual aunque no había logrado la cifra exacta pronosticada, esta se mantenía dentro del rango de tolerancia establecido por el Banco de México de mas menos uno por ciento.

Este resultado mostraba que los periodos de inflación inercial habían sido superados ya que a pesar de que la inflación aumento en 2002 esta no tuvo un comportamiento de

⁶⁹ Treviño. Op. Cit.

⁷⁰ Banco de México. Informe sobre la Inflación 2002. México 2002.

continuidad hacia el alza por lo que pareciera que el compromiso del banco hacia la estabilidad de precios como hacia la meta de inflación establecida era ya claramente aceptado por el público, y así mismo este entendió que dicho aumento solo fue temporal y que el banco tomaría las acciones pertinentes hacia el recobramiento del abatimiento inflacionario convergente a la meta de 3 por ciento.

Cabe destacar que esta diferencia de casi un punto porcentual de la inflación resultante respecto de la pronosticada fue efecto del alza que mostró el precio de las mercancías, debido al incremento que habían sufrido las cotizaciones internacionales de algunas materias primas, y así también aunque de manera moderada por la depreciación del tipo de cambio⁷¹.

Debido a que la cifra de inflación obtenida no representaba una amenaza durante el 2003 el Banco mantuvo sin cambio el “corto”, el cual permaneció en 25 millones de pesos. Esta decisión se fundamentó en que el comportamiento de la oferta y demanda agregadas no implicó presiones en los precios.

Sin embargo, dada la necesidad de una mejor conducción de la política monetaria que tendiera a disminuir el rezago entre su aplicación y sus efectos, el Banco modificó la instrumentación de la política monetaria la cual a partir de este año continuaría a través de las cuentas corrientes de la banca en el banco central, bajo un régimen de saldos diarios a partir del 10 de abril.

Como ya se ha mencionado dicho instrumento de política monetaria permite la libre determinación de las tasas de interés en el mercado de dinero. No obstante, conserva la posibilidad de influir sobre éstas cuando se percibe que las condiciones monetarias no son congruentes con el cumplimiento de la meta de inflación. Esto se logra en virtud de que el instrumento le permite al Instituto Central cambiar su postura de política monetaria a través de modificaciones en la cantidad de dinero que surte a tasas de interés diferentes a las de mercado.

En el 2004 el Esquema de objetivos de inflación y las políticas del Banco sufrieron otro nuevo gran embate debido a que la inflación general anual se ubicó en 5.19 por ciento, cifra superior en 1.21 puntos porcentuales a la registrada al cierre del año previo, y superior en

⁷¹ Banco de México. Informe sobre la Inflación 2003. México, 2003.

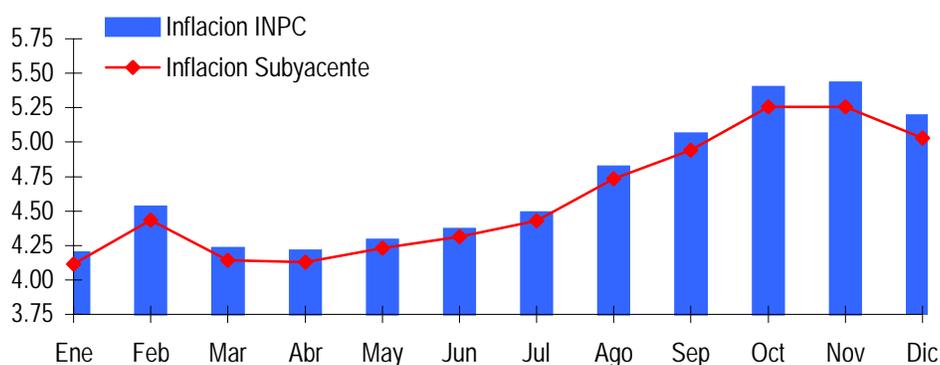
2.19 puntos a la meta establecida. Dicha aceleración también se vio reflejada en un aumento de 0.14 puntos porcentuales por parte de la inflación subyacente anual en igual periodo de comparación, mientras que la no subyacente lo hizo en 3.54 puntos.

Gráfica IV.3

INFLACIÓN INPC e INFLACIÓN SUBYACENTE

Ene-Dic 2005

Cifras anualizadas



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México.

Estas presiones inflacionarias provinieron del alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas como el alza de las cotizaciones internacionales de los energéticos que incidió desfavorablemente sobre los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados⁷².

Al igual que en 2003 el Banco encontró que las presiones inflacionarias provenían de choques de oferta y que además estos estaban logrando influir las expectativas del público con relación a la inflación de mediano plazo las cuales se incrementaron de forma considerable.

Por lo que en este entorno, y a fin de evitar que se contaminaran las negociaciones salariales y la formación de precios en la economía, durante 2004 y para 2005 el Banco de México restringió de forma importante la postura de política monetaria. Esto lo hizo principalmente a través de dos vías:

⁷² Banco de México. Informe sobre la Inflación 2004. México, 2004.

(a) Incrementó el “corto” en nueve ocasiones. En particular, en el cuarto trimestre lo hizo en tres: el 22 de octubre de 51 a 57 millones de pesos; el 26 de noviembre a 63 millones de pesos; y el 10 de diciembre a 69 millones de pesos.

(b) En los comunicados de prensa correspondientes a sus anuncios de política monetaria, el Banco señaló que, mientras así lo juzgue conveniente, las condiciones monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

Como consecuencia de las acciones descritas, las tasas de interés internas de corto plazo se incrementaron de manera considerable. Así, la tasa de fondeo interbancario aumentó 114 puntos base en el último trimestre, 263 puntos base en 2004 y más de 400 puntos base desde su nivel más bajo registrado en el año.

En lo que respecta al pasado 2005 el fabuloso resultado de inflación de 3.33 por ciento demostró que como al igual que en 2002 el alza inflacionaria motivada por choques de oferta solo tuvo efectos estacionarios. Con todo y que el incremento en los precios de los energéticos, principalmente el petróleo continuaron su tendencia a la alza.

Así entonces, durante 2005 se fueron reduciendo los efectos sobre la inflación derivados de las perturbaciones de oferta que afectaron a la economía el año anterior, tanto por la reversión de las mismas, como por las acciones adoptadas de política monetaria. Ello se ha reflejado, tal y como se había anticipado, en la tendencia a la baja de la inflación general y de la subyacente. En este contexto debe resaltarse que, al parecer, los efectos del episodio inflacionario de 2004 sobre las negociaciones salariales fueron limitados⁷³.

Bajo estas condiciones, es claro que el panorama de la inflación ha mejorado, lo cual se ha visto reflejado en una marcada inflexión a la baja de sus expectativas para todos los horizontes.

Conviene destacar que desde el 2004, el Banco de México ha determinado su postura de política utilizando dos vías, primero, a través de modificaciones en el “corto”; y segundo, estableciendo pisos a las condiciones monetarias internas a través de sus comunicados de política monetaria. Con respecto al primer punto, cabe recordar que el “corto” se ha mantenido en 79 millones de pesos diarios desde el 23 de marzo del presente año. Asimismo, por lo que se refiere al segundo, el señalamiento de que las condiciones

⁷³ Banco de México. Informe trimestral sobre la Inflación julio- septiembre 2005. México 2005.

monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se presentara en los Estados Unidos. De esta forma, la tasa de interés de fondeo bancario alcanzó su nivel máximo reciente.

Posteriormente, en los comunicados de junio y julio, el Banco de México especificó que, mientras así lo juzgara conveniente, las condiciones monetarias internas no deberían relajarse.

En los comunicados de prensa de política monetaria de agosto, septiembre y octubre el Banco de México permitió un relajamiento de las condiciones monetarias, no mayor a 25 puntos base en cada ocasión, manteniendo el “corto” sin cambio. Como resultado de las acciones descritas, la tasa de fondeo bancario a un día disminuyó de 9.75 por ciento al cierre del segundo trimestre, a 9.00 por ciento a finales de octubre. Es importante recordar que el Banco de México mantiene dos instrumentos principales a través de los cuales induce cambios en la postura monetaria: el establecimiento de pisos en las condiciones monetarias y el “corto”. En este contexto, en virtud de la magnitud y persistencia de las perturbaciones de oferta que afectaron a la inflación y sus expectativas el año pasado, el banco consideró necesario mandar señales más precisas a los mercados sobre la postura monetaria deseada por el Instituto Central, por lo que éste comenzó a utilizar los referidos pisos⁷⁴.

Las acciones efectuadas por el Banco de México encaminadas a revertir parte de la restricción monetaria son congruentes con la mejoría del panorama inflacionario, así como con la convergencia gradual de la inflación hacia su meta. Sin embargo, y aun el prácticamente logro del objetivo de inflación el Banco mantiene su sesgo restrictivo con el fin de consolidar el objetivo de inflación establecido.

⁷⁴ *Ibíd.*

IV. 4. Efecto del Esquema de Objetivos de Inflación sobre la Credibilidad en el Banco Central y las Expectativas Inflacionarias.

A raíz de la crisis cambiaria de 1995 y ante el repunte de la inflación a consecuencia de esta, era necesario reconstruir la credibilidad en el Banco Central ya que los agentes económicos encontraron que las propias políticas implementadas por el Banco fueron las causantes de dicha crisis.

En la búsqueda de la recuperación de la credibilidad el Banco de México emprendió diversas políticas que lo llevaron a converger a un esquema de objetivos de inflación.

Dichas políticas buscaban que a través de la mayor transparencia de la política monetaria permitiera que se recobrarla dicha credibilidad ya que para tener políticas antiinflacionarias exitosas, las autoridades monetarias debían lograr afectar las expectativas de los agentes económicos, por lo que gozar de credibilidad resultaba esencial⁷⁵. Y una manera en que el Banco Central podía reforzar dicha credibilidad era especificando claramente sus metas y la forma en que se proponía alcanzarlas⁷⁶. Esto fue obviamente lo que motivo al Banco a orientarse hacia un esquema de objetivos de inflación.

Si bien es cierto que la mayor transparencia motivo a que la credibilidad en el Banco fuese recuperándose, también es cierto que la manera en que dicha credibilidad lograría consolidarse era solo mediante hechos, es decir, mediante el logro del abatimiento de la inflación, y en el caso del esquema de objetivos de inflación, el logro de las metas inflacionarias.

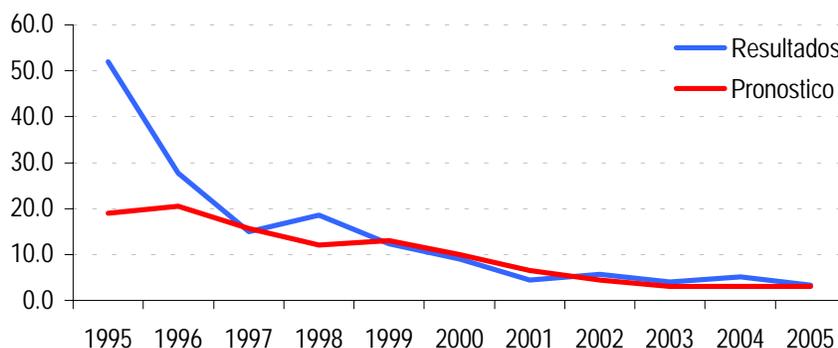
La Gráfica IV. 4 nos permite observar que desde que se comenzaron a implementar políticas graduales hacia el esquema de objetivos de inflación en general, así como tras la adopción formal del esquema, se ha logrado un importante abatimiento inflacionario, lo cual ha permitido que la política monetaria afecte las expectativas inflacionarias de los agentes, además de que estos han aumentado su credibilidad hacia el Banco Central.

⁷⁵ Taylor. Op. Cit.

⁷⁶ Schwartz. Op. Cit.

Gráfica IV. 4

*PRONOSTICO Y RESULTADOS DE LA INFLACIÓN
ANUAL 1994-2005
Indice Nacional de Precios al Consumidor*

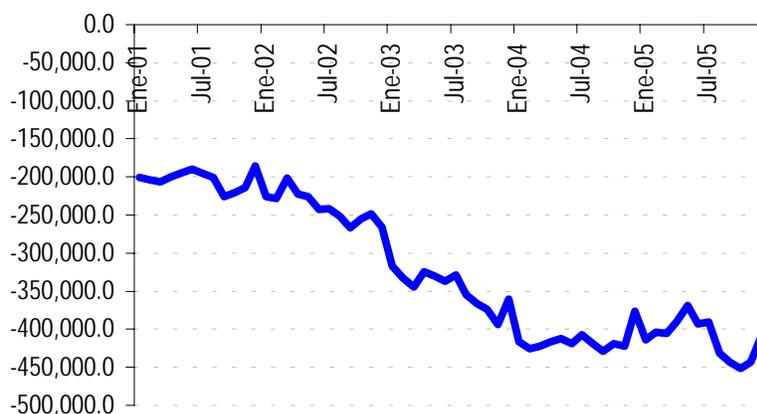


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México.

Este abatimiento de la inflación y por ende el logro de las metas inflacionarias ha sido conseguido por el Banco Central a partir de una política monetaria mayormente restrictiva, lo cual se observa en el Gráfica IV.5 en el aumento restrictivo del Crédito Interno Neto. La propia restricción de la base monetaria ha permitido que la política monetaria se convierta en el ancla nominal de la economía.

Gráfica IV.5

CREDITO INTERNO NETO 2001-2005



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México.

Una de las principales críticas hacia el Esquema de objetivos de inflación, aunque más directamente a la política monetaria restrictiva que se ha implementado para alcanzar las

metas planteadas en esté ha sido el aumento de las tasas de interés. Si bien es cierto que el manejo de restricción monetaria llevada por el Banco a través de la ampliación del “corto” tiene y busca este efecto, también es cierto que los niveles en que esta se ha situado a raíz de su implementación son mucho menores a los que alguna vez llego a alcanzar e inclusive han mostrado una tendencia a la baja. Recordemos que el ingrediente primordial de la tasa de interés de un país es el riesgo que implica la inversión en dicha nación, por lo que si está logra la estabilidad del poder adquisitivo de su moneda, así entonces sus tasas de interés no serán altas dada la prima de riesgo menor, por lo que dichos detractores no notan que la propia estabilidad de la inflación genera una mayor certidumbre y así mismo una menor necesidad de ofrecer mayores rendimientos, y por ende tasas de interés bajas.

Gráfica IV.6

*TASA DE INTERÉS
2001-2005*

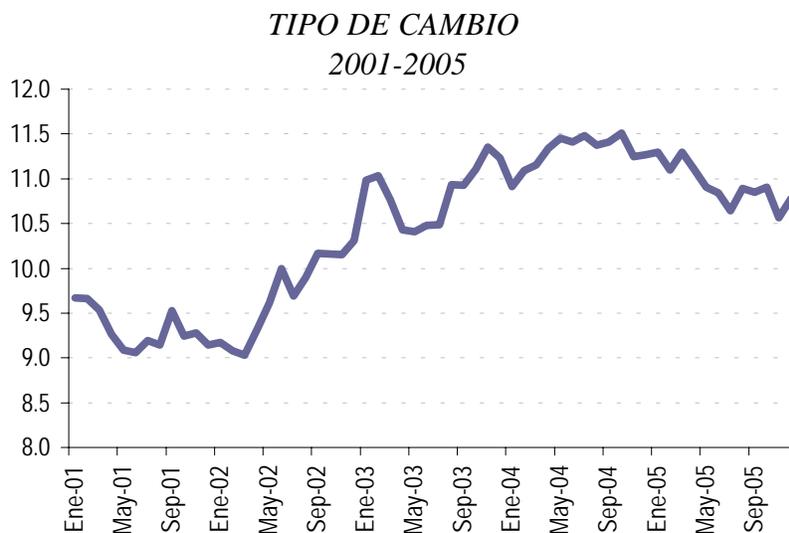


Datos de la Tasa de fondeo gubernamental
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México.

Finalmente una de las principales criticas hacia el esquema de objetivos de inflación ha sido que al ser la política monetaria el ancla nominal de la economía el tipo de cambio se torna hacia una situación de volatilidad. Como se menciona anteriormente el tipo de cambio fijo dejo de ser el esquema cambiario de nuestro país desde 1986, para después de pasar por una flotación de bandas, este se fija libremente desde 1994, por lo que el manejo del tipo de cambio queda fuera del alcance del Banco Central. Sin embargo y dada la importancia como componente inflacionario potencial el Banco en sus propios programas monetarios implementados desde la convergencia al esquema de Objetivos de inflación ha establecido

su posible intervención preventiva en el mercado cambiario con el fin de no permitir que ciertos desequilibrios de dicho mercado pudiesen generar brotes inflacionarios que incidan el no alcance de la meta de inflación, lo que nos demuestra que aun bajo el esquema de objetivos de inflación no se permitio que se de una situación de volatilidad en dicho mercado dada su incidencia como componente inflacionario.

Gráfica IV.7



Datos del Tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en dólares
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México.

Sin embargo, y a pesar de la implementación del esquema de objetivos de inflación, también es claro que aun el control de la inflación por parte del Banco Central todavía es débil ante embates de oferta lo cual se vio reflejado en los fracasos de 2002 y 2004.

En este sentido es igualmente destacable el hecho de que dichos fracasos solo han tenido efectos temporales que no concurrieron en espirales inflacionarias como había ocurrido en el pasado. Lo cual nos ha demostrado dos cuestiones relevantes, primero, que la flexibilidad que admite el esquema de objetivos de inflación en el manejo de la política monetaria ha permitido “acomodar” estos choques inflacionarios sin que las expectativas de inflación se vean contaminadas. Segundo, que el publico ha confiado en la propia política del Banco Central y a permitido que esta corrija dichos tropiezos.

En suma, la lucha contra la inflación y la mayor transparencia de la política monetaria por parte del Banco de México tanto desde su convergencia hacia el esquema de objetivos de inflación, y más a raíz de su implementación formal ha logrado reconstruir la credibilidad

en el Banco Central. Sin embargo, está aun se encuentra lejos de consolidarse primero por que el logro exacto del objetivo de inflación de mediano plazo aun no se consigue, además, y más importante, el esquema de objetivos de inflación en nuestro país es sumamente reciente por lo que un éxito total de este enfoque en nuestro caso aun no puede ser declarado.

Conjuntamente la propia flexibilidad que permite el esquema de objetivos de inflación de medidas discrecionales de política monetaria han sido el principal punto de critica hacia dicho esquema, por lo que la tarea en este sentido seria clarificar aun más tanto las políticas monetarias como los motivos por los que se implementan, así como demostrar cabalmente la justificación de ellas en el logro del objetivo de inflación.

En definitiva cabria decir que a pesar del éxito en materia inflacionaria ocurrido en el año pasado, la credibilidad tanto en el Banco Central, como en el esquema de objetivos de inflación no se ha consolidado. Ya que el haber alcanzado la meta de inflación no es suficiente, ya que es necesario que esta sea mantenida en el transcurrir del tiempo, por lo que seria necesario que el Banco de México clarificara las medidas que pretende implementar para lograr este cometido.

A lo que habría que agregar que cuando el esquema de objetivos de inflación fue adoptado la economía se encontraba en un período de letargo económico, por lo que esta estrategia aún no ha sido probada en circunstancias de aceleración del ciclo económico, cuando la actividad económica alcanza el producto potencial y surgen presiones inflacionarias. Sólo bajo estas condiciones será posible comprobar si el régimen de objetivos de inflación es capaz de contener aceleraciones inflacionarias de una manera eficiente.

Por lo que en el contexto de una perspectiva que logre la consolidación del abatimiento inflacionario y la credibilidad en el Banco de México a través del Esquema de Objetivos de Inflación requerirá no solo de la continuación y mejoramiento de las medidas de política de transparencia implementadas por el Banco, sino también de políticas de apoyo como la ausencia de déficit fiscal por parte del gobierno, así como una rigurosa regulación y supervisión del sector financiero las cuales serán cruciales para su éxito y su total consolidación.

Siendo el mayor reto a corto plazo para el Banco de México ante la coyuntura del necesario aumento del crecimiento económico será el no permitir que la credibilidad que se

tenga en la política monetaria que persigue la estabilidad de precios pueda verse disminuida si se percibe que su objetivo central es exclusivamente bajar la inflación en detrimento de otros objetivos tales como minimizar la variabilidad del producto.

Finalmente, aunque la implementación del esquema de objetivos de inflación es aun es muy reciente para derivar conclusiones de su eficiencia, de lo que si no existe duda es que dicho esquema debe ser mantenido ya que este representa la alternativa para el control de la inflación menos costosa en términos de bienestar, así como porque ha conseguido una mayor credibilidad en el Banco Central. Además porque la experiencia general internacional (como lo muestra el World Economic Outlook de 2005) ha demostrado que los países bajo el esquema de objetivos de inflación han logrado mejores resultados en el abatimiento de la inflación que los países que no lo han adoptado.

Cuadro IV.2

*DESVIACIÓN ESTANDAR DE LAS
REVISIONES DE LARGO PLAZO DE LOS
PRONOSTICOS DE INFLACIÓN
2003-2005*

	Países bajo IT	Países no IT
Países emergentes	0.33	2.19
Europa del Este	0.38	1.09
Asia	0.27	0.59
Latinoamerica	0.34	4.88

Fuente: FMI, World Economic Outlook 2005

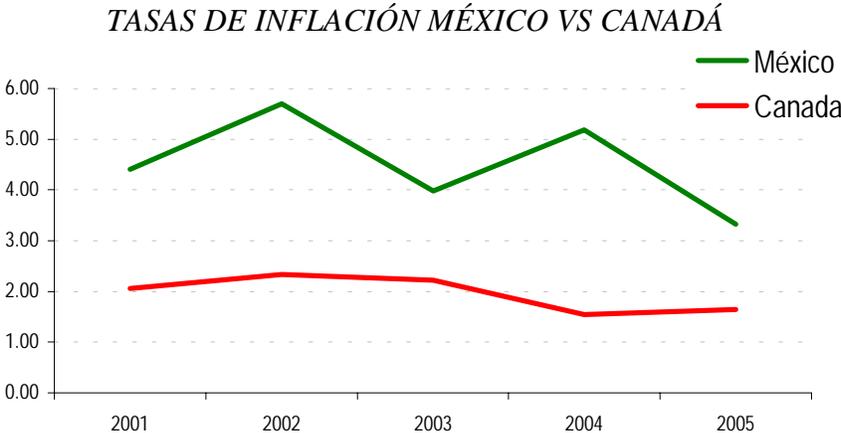
IV. 5. Panorama futuro del Esquema de Objetivos de Inflación en nuestro país.

Al haberse alcanzado la meta de mediano plazo planteada por el Banco Central como objetivo cabria entonces la necesidad de evaluar dicho Esquema de política monetaria a partir de dos cuestiones fundamentales, que fueron a la vez la justificación de la implementación de las medidas que llevaron a converger hacia el, primero, dicho nivel de inflación corresponde al presentado en nuestros principales socios comerciales, y segundo, este nivel de inflación corresponde con el objetivo de largo plazo de estabilidad de precios, en el desarrollo siguiente se tratara de responder brevemente a estas cuestiones.

Si partimos de tomar como ejemplo a nuestro segundo más importante socio comercial, Canadá quien también ha fijado al Esquema de Objetivos de Inflación como su instrumento de política monetaria en 1991, encontramos cuestiones muy importantes.

Primero, los niveles de inflación de Canadá y México son todavía muy distintos, recordemos que la meta de mediano plazo establecida por el Banco de México de 3 por ciento que sería la que convergería a la de nuestros socios comerciales fue propuesta en 1999, por lo que aun nos estamos convergiendo a los niveles de inflación de nuestros socios, estamos más bien logrando los niveles que estos alcanzaban en 1999.

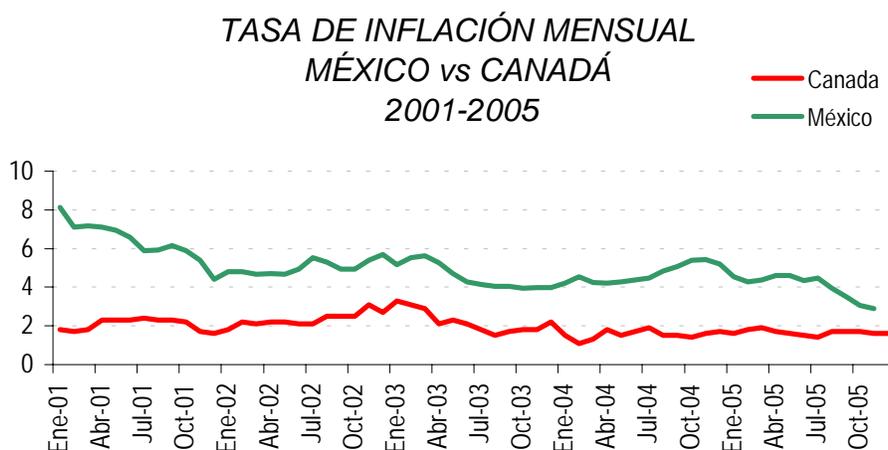
Gráfica IV.8



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México y del Banco de Canadá.

Por lo que entonces nos damos cuenta de que a pesar que se logro la meta de mediano plazo de inflación, encontramos que aun existe una gran diferencia entre nuestro país y sus socios comerciales, en este caso con Canadá, tanto en sus niveles de inflación como en el abatimiento de la volatilidad de la inflación por lo que en nuestro país aun que da mucho por hacer en este sentido.

Gráfica IV. 9



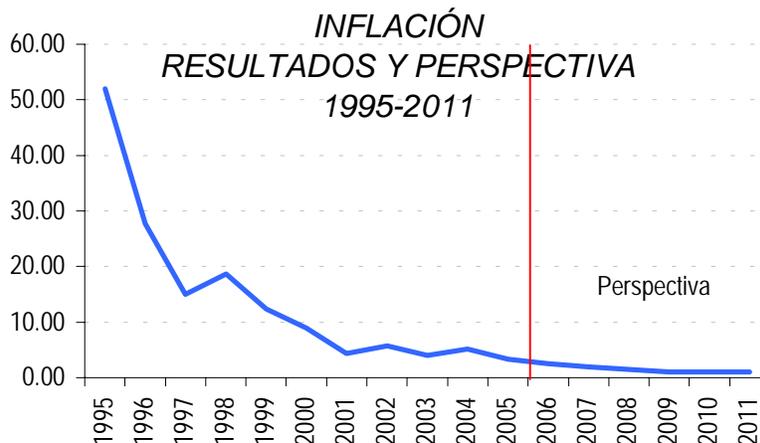
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México y del Banco de Canadá.

Es claro pues que el Banco Central debe de modificar el panorama de mediano plazo a alcanzar en los próximos años, ya que el haberse logrado el nivel de 3 por ciento de inflación, es decir, niveles de inflación que presentaban nuestros socios en 1999, aun estamos lejos de estos mismos en cuanto a los niveles de inflación que presentan hoy en día.

Por lo que podría plantearse un horizonte meta de mediano plazo el cual pretendiera alcanzar un nivel de inflación de uno por ciento, tal como el del limite inferior adoptado por Canadá, así como la tasa a la que este tiende año con año.

Dicho panorama debiera ser planteado con una reducción gradual y continua de 0.5 por ciento en la cifra obtenida de inflación anual hasta llegar a la cifra de una inflación anual de 1 por ciento en el año 2011.

Gráfica IV. 10



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México.

En este sentido, tanto para lograr los niveles inflacionarios de nuestros socios como para consolidar el Esquema de Objetivos de Inflación habría que emprender diversas tareas que fortalecieran el propio esquema de política monetaria, tal y como lo muestra los resultados del modelo de Baseline aplicado a nuestro país.

El modelo de Baseline⁷⁷, aplicado por el Fondo Monetario Internacional, consiste en un análisis de “fortaleza” de una nación en cuanto a las precondiciones necesarias para la implementación de un Esquema de Objetivos de Inflación. Estas precondiciones son: Infraestructura técnica, salud del sistema financiero, independencia institucional y estructura económica.

Estas precondiciones resumen ponderaciones de ciertos indicadores que tratan de dar una idea en cuanto a cada uno de estos aspectos, por lo que estos se subdividen en:

Infraestructura Técnica

- disponibilidad de datos
- Proceso sistemático de pronóstico
- Modelos competentes de condiciones futuras

Salud del sistema financiero

- Regulación del capital bancario a altas ventajas de riesgo
- Capitalización del stock de mercado

⁷⁷ Véase World Economic Outlook 2005. FMI.

-
- Capitalización de los bonos del mercado privado
 - Pérdida del valor de la moneda
 - Madurez de los bonos

Independencia Institucional

- Obligación fiscal
- Independencia de operación
- Mandato legal del banco central
- Seguridad laboral del gobernador del Banco central
- Balance fiscal
- Deuda pública
- Independencia del Banco Central

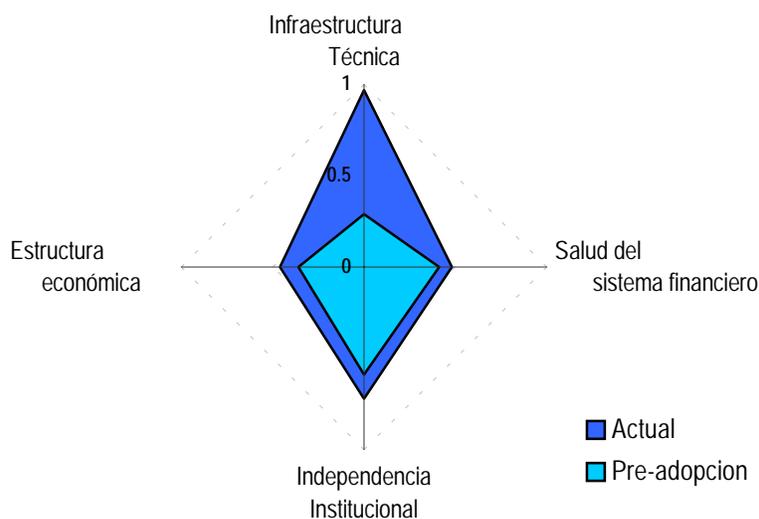
Estructura económica

- Variabilidad del Tipo de cambio
- Sensibilidad de los precios de las mercancías
- Alcance de la dolarización
- Apertura comercial

El análisis de fortaleza de nuestro país a través del Modelo de Baseline ha mostrado que si comparamos estas condiciones antes y después de la adopción formal del Esquema de Objetivos de Inflación es claro el mejoramiento en estas precondiciones. Siendo la infraestructura técnica el punto donde se ha presentado el mayor avance.

Gráfica IV. 11

MODELO BASELINE DE ANÁLISIS DE FORTALEZA PARA EL CASO DE MÉXICO

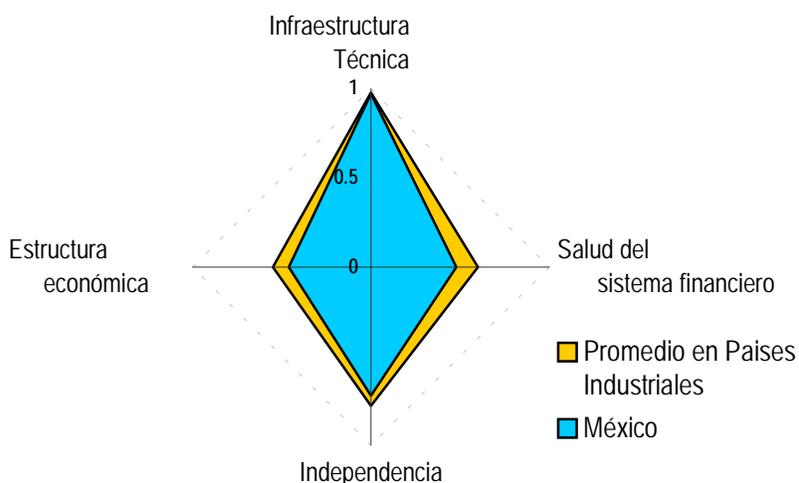


Fuente: Elaboración propia en base a datos de World Economic Outlook 2005, FMI.

Sin embargo, el modelo de Baseline también ha demostrado que la fortaleza de nuestro país, en este sentido del Esquema de Objetivos de Inflación, aún es mucho menor a la alcanzada por los países industriales que han adoptado este esquema de política monetaria. Siendo el aspecto de salud del sistema financiero el aspecto con más rezago en nuestro país, por lo que habría la necesidad de emprender acciones hacia su mejoramiento.

Gráfica IV. 12

M.BASELINE
MÉXICO VS PAISES INDUSTRIALES



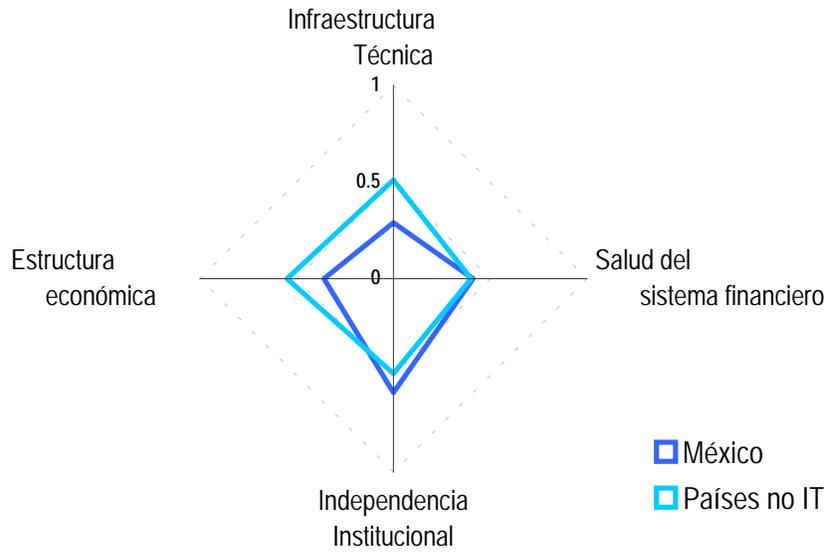
Fuente: Elaboración propia en base a datos de World Economic Outlook 2005, FMI.

La necesidad del inmediato mejoramiento del Sistema financiero se hace más notable al ver que nuestro país a pesar de ya haber adoptado formalmente el Esquema de Objetivos de inflación desde 2001, no solo presenta prácticamente la misma fortaleza de salud en el sistema financiero que antes de haberlo adoptar, sino que también este es similar al que presentan naciones que no han adoptado el Esquema de objetivos de Inflación, tanto antes de que México lo adoptara como tras su implementación.

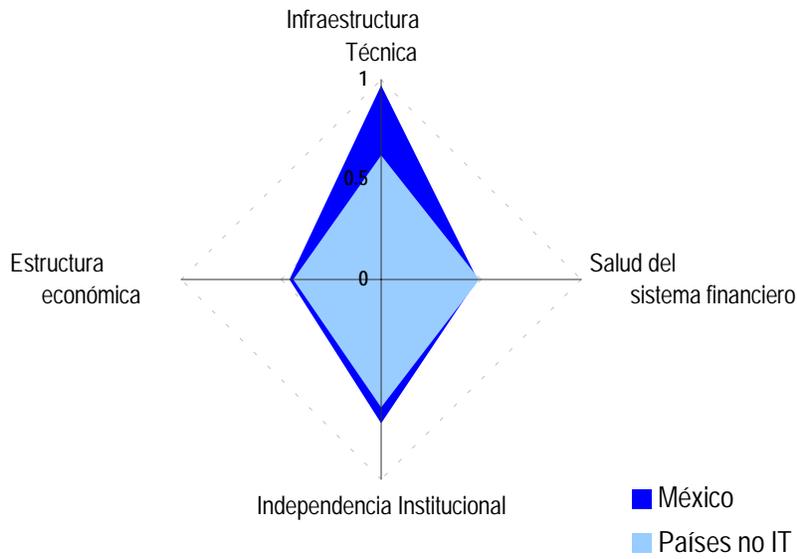
Gráfica IV. 13

MÉXICO ANTES DE ADOPTAR IT VS PAÍSES NO IT

Modelo Baseline de Análisis de Fortaleza



MÉXICO DESPUÉS DE ADOPTAR IT VS PAÍSES NO IT



Fuente: Elaboración propia en base a datos de World Economic Outlook 2005, FMI.

A partir del Modelo de Baseline encontramos pues que para que nuestro país logre tanto consolidar el Esquema de Objetivos de Inflación no solo hasta las metas actualmente obtenidas es necesario que se implementen medidas que logren fortalecer las cuestiones en las cuales tiene menor fortaleza, en este caso la salud del sistema financiero y la estructura económica, ya que solo así podrá dársele la fortaleza que requiere a el Esquema de objetivos de inflación que permitirá que en un futuro no solo se logre alcanzar los niveles de inflación que presentan actualmente nuestro socios comerciales, sino también la propia estabilidad de precios en el largo plazo.

CONCLUSIONES

Esta investigación ha mostrado que desde que se comenzaron a implementar políticas graduales hacia el Esquema de Objetivos de Inflación en general, así como tras la adopción formal del esquema, se logró un importante abatimiento inflacionario, lo cual le permitió a la política monetaria disminuir las expectativas inflacionarias de los agentes, además de que estos aumentaron su credibilidad hacia el Banco Central.

Este abatimiento de la inflación y por ende el logro de las metas inflacionarias ha sido conseguido por el Banco Central a partir de una política monetaria mayormente restrictiva, donde la propia restricción de la base monetaria ha permitido que la política monetaria se convierta en el ancla nominal de la economía.

Una de las principales críticas hacia el Esquema de objetivos de inflación, aunque más directamente a la política monetaria restrictiva que se ha implementado para alcanzar las metas planteadas en éste ha sido el aumento de las tasas de interés. Si bien es cierto que el manejo de restricción monetaria llevada por el Banco a través de la ampliación del “corto” tiene y busca este efecto, también es cierto que los niveles en que esta se ha situado a raíz de su implementación son mucho menores a los que alguna vez llegó a alcanzar e inclusive han mostrado una tendencia a la baja. Recordemos que el ingrediente primordial de la tasa de interés de un país es el riesgo que implica la inversión en dicha nación, por lo que sí está logra la estabilidad del poder adquisitivo de su moneda, así entonces sus tasas de interés no serán altas dada la prima de riesgo menor, por lo que dichos detractores no notan que la propia estabilidad de la inflación genera una mayor certidumbre y así mismo una menor necesidad de ofrecer mayores rendimientos, y por ende tasas de interés bajas.

Así también, una de las principales críticas hacia el Esquema de Objetivos de Inflación ha sido que al ser la política monetaria el ancla nominal de la economía el tipo de cambio se torna hacia una situación de volatilidad. Como se menciono anteriormente el tipo de cambio fijo dejó de ser el esquema cambiario de nuestro país desde 1986, para después de pasar por una flotación de bandas, este se fija libremente desde 1994, por lo que el manejo del tipo de cambio queda fuera del alcance del Banco Central. Sin embargo y dada la importancia como componente inflacionario potencial el Banco en sus propios programas monetarios implementados desde la convergencia al Esquema de Objetivos de Inflación ha establecido su posible intervención preventiva en el mercado cambiario con el fin de no

permitir que ciertos desequilibrios de dicho mercado pudiesen generar brotes inflacionarios que incidan en el no alcance de la meta de inflación, lo que nos demuestra que aun bajo el Esquema de Objetivos de Inflación no se permitió que se diera una situación de volatilidad en dicho mercado dada su incidencia como componente inflacionario.

Sin embargo, y a pesar de la implementación del Esquema de Objetivos de Inflación, también se mostró que aun el control de la inflación por parte del Banco Central todavía es débil ante embates de oferta lo cual se vio reflejado en los fracasos de 2002 y 2004.

En este sentido es igualmente destacable el hecho de que dichos fracasos solo tuvieron efectos temporales que no concurrieron en espirales inflacionarias como había ocurrido en el pasado. Lo cual nos demostró dos cuestiones relevantes, primero, que la flexibilidad que admite el Esquema de Objetivos de Inflación en el manejo de la política monetaria ha permitido “acomodar” estos choques inflacionarios sin que las expectativas de inflación se vean contaminadas. Y Segundo, que el público ha confiado en la propia política del Banco Central y a permitido que esta corrija dichos tropiezos.

En suma, la lucha contra la inflación y la mayor transparencia de la política monetaria por parte del Banco de México tanto desde su convergencia hacia el Esquema de Objetivos de Inflación, y más a raíz de su implementación formal ha logrado reconstruir la credibilidad en el Banco Central. Sin embargo, dicha credibilidad aún se encuentra lejos de consolidarse, a pesar del éxito en materia inflacionaria ocurrido en el año pasado, ya el Esquema de Objetivos de Inflación en nuestro país es sumamente reciente por lo que un éxito total de este enfoque en nuestro caso aun no puede ser declarado, ya que el haber alcanzado la meta de inflación no es suficiente, por lo que es necesario que la estabilidad inflacionaria sea mantenida en el transcurrir del tiempo.

Conjuntamente, la propia flexibilidad (restringida) que permite el Esquema de Objetivos de Inflación en cuanto a medidas discrecionales de política monetaria ha sido el principal punto de crítica hacia dicho esquema, por lo que la tarea en este sentido para el Banco Central será el clarificar aun más tanto las políticas monetarias como los motivos por los que se implementan, así como demostrar cabalmente la justificación de ellas en el logro del objetivo de inflación.

Habría que agregar que cuando el Esquema de Objetivos de Inflación fue adoptado la economía se encontraba en un período de letargo económico, por lo que esta estrategia aún

no ha sido probada en circunstancias de aceleración del ciclo económico, cuando la actividad económica alcanza el producto potencial y surgen presiones inflacionarias. Sólo bajo estas condiciones será posible comprobar si el régimen de objetivos de inflación en nuestro país es capaz de contener aceleraciones inflacionarias de una manera eficiente, tal y como lo ha sido en otras naciones como Nueva Zelanda y Canadá.

Por lo que el contexto de una perspectiva que logre la consolidación del abatimiento inflacionario y la credibilidad en el Banco de México a través del Esquema de Objetivos de Inflación requerirá no solo de la continuación y mejoramiento de las medidas de política de transparencia implementadas, sino también de políticas de apoyo como la continuación de la ausencia de déficit fiscal por parte del gobierno, así como una rigurosa regulación y supervisión del sector.

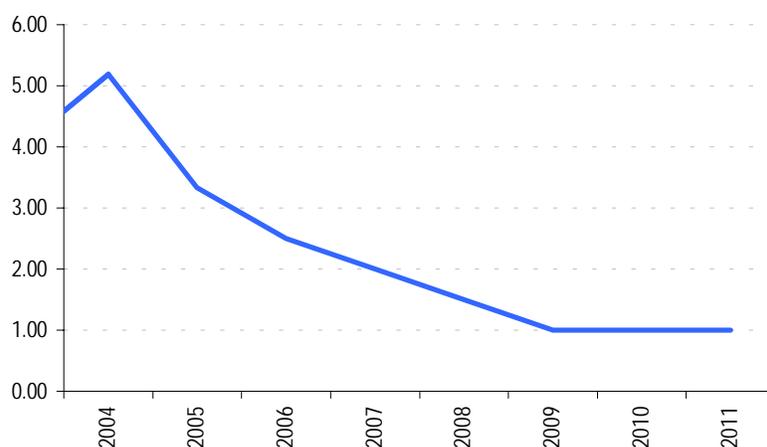
Así entonces y una vez logrado el objetivo de mediano plazo ahora la tarea pendiente del Banco Central sería explicar cual serán los objetivos futuros del Esquema de Objetivos de Inflación, ya que existen dos cuestiones fundamentales en este sentido, primero, a pesar del éxito logrado es necesario que éste se consolide por lo que el Banco no deberá permitir que se aumente nuevamente la inflación; y segundo, recordando que el primer objetivo de mediano plazo del Banco Central fue el de converger a los niveles de inflación de nuestros principales socios comerciales, y retomando a Canadá como ejemplo, que es nuestro segundo más importante socio comercial dentro del TLCAN y que a diferencia de Estados Unidos este también basa su política monetaria en un Esquema de Objetivos de Inflación, encontramos que a pesar del aparente éxito en la cifra de inflación obtenida aun nuestros niveles de inflación no son similares a los de nuestros socios comerciales. Ya que Canadá ha fijado sus metas de inflación en un intervalo de 1 a 3 puntos, y ha mantenido su inflación en los últimos 5 años en niveles menores a 2 por ciento.

En este sentido, la perspectiva del Esquema de Objetivos de Inflación para nuestro país debiera ser entonces el converger nuevamente a los niveles de inflación de nuestros socios comerciales, por lo que sería necesario establecer nuevas metas de inflación en nuevo horizonte de mediano plazo.

Donde la propuesta que plantea esta investigación es que en el entendimiento de la continuación del abatimiento inflacionario, es necesario renovar la meta de inflación de mediano plazo de 3 por ciento a una de un intervalo de 1 a 3 por ciento, cuyo alcance

debiese plantearse a través de una disminución gradual de 0.5 por ciento anual, tal como la reducción planteada de 1.5 por ciento cuando se pretendía alcanzar el nivel del 3 por ciento. Por lo que, partiendo del éxito inflacionario del 2005, si se continua con el objetivo de alcanzar un nivel de inflación igual a la que nuestros socios comerciales presentan, es decir de 1 por ciento, este podría ser logrado en el 2010, tal como se ve claramente ilustrado en la Gráfica V.1.

Gráfica V.1
PERSPECTIVA PROPUESTA DE
OBJETIVOS DE INFLACIÓN



Fuente: Elaboración propia.

En este sentido, tanto para lograr los niveles inflacionarios de nuestros socios como para consolidar el Esquema de Objetivos de Inflación habría que emprender diversas tareas que fortalecieran el propio esquema de política monetaria, donde, tal y como se mostró en el capítulo 4 a través del modelo de Baseline, la salud del sistema financiero, la independencia institucional y la estructura económica, representan los aspectos clave a mejorar por parte de nuestro país.

Aunque cabe destacar que el mayor reto a corto plazo para el Banco de México ante la coyuntura del necesario aumento del crecimiento económico será el no permitir que la credibilidad que se tenga en la política monetaria que persigue la estabilidad de precios pueda verse disminuida si se percibe que su objetivo central es exclusivamente bajar la inflación en detrimento de otros objetivos tales como minimizar la variabilidad del producto.

Finalmente, aunque la implementación del Esquema de Objetivos de Inflación en nuestro país es aún muy reciente para derivar conclusiones de su eficiencia, de lo que no existe duda es que dicho esquema, como lo manifestado la experiencia internacional, ha demostrado ser la mejor opción para el abatimiento de la inflación y para alcanzar la estabilidad de precios, debido a que éste esquema representa la alternativa para el control de la inflación menos costosa en términos de bienestar, que además ha beneficiado a los agentes económicos por la mayor transparencia y ha permitido al Banco de México lograr una mayor credibilidad.

BIBLIOGRAFÍA

1. Agenor, P. y Montiel P. La macroeconomía del Desarrollo. FCE, México 2000.
2. Allen, William A. “Inflation targeting: the British experience”. Bank of England, Centre for Central Banking Studies, 1999.
3. Aspe, Pedro, “Estabilización macroeconómica y cambio estructural: la experiencia de México (1982-1988)”, en Bazdresch, et al. (comps), México: auge, crisis y ajuste. FCE. México 1992.
4. Banco de México. Exposición sobre la Política Monetaria para 1995. México 1994.
5. Banco de México. “Informe sobre la Inflación 1998 y Programa de política monetaria para 1999”. México 1998.
6. Banco de México. “Informe sobre la Inflación 1999 y Programa de política monetaria para 2000”. México 1999.
7. Banco de México. “El efecto del "corto" sobre la estructura de tasas de interés”, Documento de Investigación 2000-1, Banco de México, junio de 2000
8. Banco de México. Informe sobre la inflación 2001. México 2001.
9. Banco de México. Informe sobre la Inflación 2002. México 2002.
10. Banco de México. Informe sobre la Inflación 2003. México 2003.
11. Banco de México. Informe sobre la Inflación 2004. México 2004.
12. Banco de México. Informe trimestral sobre la Inflación julio- septiembre 2005. México 2005.
13. Bernanke, S., Laubach, T., Mishkin, F. y Posen, A. Inflation targeting: Lessons from the international experience. Princenton University Press. USA 1999.
14. Brailovsky, Vladimiro. “ Las implicaciones macroeconómicas de pagar . la política económica ante la crisis de la deuda en México, 1982-1988” en Bazdrech, Carlos México: auge, Crisis y Ajuste; Vol.2; Lecturas del trimestre económico 73, FCE, 1992, pp. 105-127.
15. Brash, Donald T. “Inflation targeting: an alternative way of achieving price stability” p. 36-45. En: Reserve Bank of New Zealand Bulletin (Wellington). Vol. 62, No. 1 (Marzo 1999).

-
16. Chávez, Paulina. “ Las cartas de intenciones y las políticas de estabilización y ajuste estructural de México: 1982- 1994” . Edit. IIEC- UNAM VAP. México, 1996.
 17. Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.
 18. Congreso de los Estados Unidos Mexicanos .Ley del Banco de México. 1994.
 19. Córdoba, José. “El programa mexicano de reordenación económica, 1983- 1984”, en Sistema económico latinoamericano (SELA), El FMI, el Banco Mundial y la Crisis latinoamericana, Siglo XXI, México 1986.
 20. Crawford, Allan. “Strategic choices in inflation-targeting: the experience of Canada”. 1999.
 21. Dornbusch, R., y Fisher S. “Moderate Inflation”, en The World Bank Economic Review. Enero 1993.
 22. Ejecutivo Federal. “Exposición de motivos de la iniciativa de decreto por el que se reforman los artículos 28, 73 y 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, enviada al H. Congreso de la Unión por el Ejecutivo Federal”. 1994.
 23. Freedman, Charles. “Inflation targeting and the economy: lessons from Canada's first decade” p. 2-19. En: Contemporary Economic Policy / Western Economic Association . Vol. 19, No. 1. Junio 2001.
 24. Jiménez S. y Rojas P. “Objetivos de Inflación. Consideraciones Teóricas y evidencia empírica”. En : Estudios Públicos. No. 65. Chile. 1997.
 25. Johnson, M., 1999, “Core Inflation: A Measure of Inflation for Policy Purposes”, Bank of Canada, mimeo.
 26. Lucas Robert. “Econometric policy evaluation: a critique”, The Phillips curve and labor markets, Carnegie Rochester Conference, vol.1, 1976, p. 19-46.
 27. Lustig, N. México hacia la reconstrucción de una economía”. FCE y COLMEX. México 2002. p. 41-96.
 28. Mas, I. “Central bank independence: a critical view from a developing country perspective” en World Development 1995, Vol, 23, No. 10.
 29. Mateos, C. y Schwartz, M. “Metas de Inflación como instrumento de política monetaria”. Documento de investigación no. 9702, Dirección General de Investigación económica, Banco de México, 1997.

-
30. Mishkin, F. "International experiences with different monetary regimes", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, pp. 579-606.1999.
 31. Mishkin, F. y Savastano, M. Monetary policy strategies for Latin America, mimeo. 1999.
 32. Mishkin, F. y Posen, A. "Inflation targeting: Lessons from four countries", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, agosto, pp. 9-110. 1997.
 33. Mishkin, F. "Objetivos de inflación en economías emergentes", en *Gaceta de economía*, ITAM, p. 468-477, México 2002.
 34. OCDE. México, estudios económicos de la OCDE 1991-1992. Francia 1992.
 35. OCDE. México, estudios económicos de la OCDE 1997. Francia 1997.
 36. OCDE. México, estudios económicos de la OCDE 1998. Francia 1998.
 37. Rambarran, A. "El alcance del establecimiento de metas de inflación en una economía en desarrollo" en *Monetaria*, CEMLA, Vol. XXIV num. 4, p. 451-477, 2000.
 38. Rogoff, K. "The Optimal degree of commitment to an Intermediate monetary target" en *Quarterly Journal of Economics*, Noviembre 1985.
 39. Rubli Keiser Federico. "Autonomía del banco central bajo tensión financiera: la experiencia reciente de México". CEMLA 1996.
 40. Sherwin, Murray. "Strategic choices in inflation targeting: the New Zealand experience". p. 73-83. En: *Reserve Bank of New Zealand Bulletin (Wellington)*. Vol. 62, No. 2 (Junio 1999).
 41. Solís, Leopoldo. Crisis económico-financiera 1994-1995. Fondo de Cultura Económica. México 1996. p.86-88.
 42. Taylor, J. "Establishing credibility: a rational expectations viewpoint" en *American Economic review*, 72 (2):81-85. 1982.
 43. Treviño, D. "El esquema de objetivos de inflación". Presentación , Seminario "La Banca Central y la Política Monetaria en México". Facultad de Economía, UNAM y Banco de México. México 2004.
 44. Viñals, J. "El descenso de la inflación y la política monetaria" en *Monetaria*, CEMLA, Vol. XXII, num. 2, p. 175-197, 1999.
 45. Zedillo, Ernesto, "Mexico'S Recent Balance of Payments Experience and Prospects for Growth", *World Development*, Vol.14, agosto 1986.