

La gestión monetaria, las expectativas y la moneda de plata. Un marco básico

Hugo Contreras Sosa*

La economía internacional de hoy se caracteriza por una paradoja clave: por un lado, un proceso de suavizamiento notorio de las fluctuaciones cruciales, particularmente en lo que hace al producto interno bruto y a los precios, y, por otro, una inestabilidad creciente de las variables propiamente financieras. Tal paradoja se expresa, en un contexto latinoamericano, como una secuencia de procesos volátiles cuyo origen (dual) ha de indagarse en los mecanismos de transmisión que debilitan o anulan las posibilidades de crecimiento. A su vez, este complejo haz de circunstancias adquiere tonalidades nuevas cuando se le confronta con la gestión macromonetaria y, más en particular, con los marcos analíticos de dicha gestión, los cuales abren o cierran posibilidades de compatibilizar regímenes cambiarios con dinámicas de ajuste de la cantidad de dinero o con hipótesis plausibles sobre las expectativas de los agentes económicos. Respecto de estas hipótesis los mecanismos alternativos a ellas adheridos se han convertido, a no dudarlo, en la nueva ortodoxia monetaria.

Una de las características más importantes para la estabilidad de los mercados financieros es contar con un marco de políticas macroeconómicas sanas y, más en particular, con una gestión monetaria que tome en cuenta las expectativas de los agentes. En efecto, a fin de no incurrir en problemas de credibilidad macroeconómica a la hora de anunciar metas de política, las autoridades están obligadas a tomar en cuenta el pulso de los mercados. Una de las modalidades de esta inter-

acción entre autoridades y sector privado se da cuando las primeras eligen un régimen de políticas para estabilizar el nivel de precios y el segundo reacciona ante dicho régimen.

En este escrito se trata de revisar el corazón analítico en que se sostienen algunos regímenes monetarios pero haciendo un énfasis mayor en el que actualmente opera en la economía mexicana, conocido como “enfoque de blancos de inflación”, y examinando también la respuesta de los mercados en algunos episodios recientes, llamativos en términos de la credibilidad y la reputación de las autoridades del Banco de México. El plan-

teamiento se cierra con ciertas observaciones que se derivan de lo anterior en conexión con la propuesta de la moneda de plata.

Marcos analíticos para la gestión monetaria

Tres son, para nuestros fines, los marcos analíticos que vale la pena repasar. El primero es conocido como *la teoría de la cantidad de dinero* y sostiene que las variaciones en el poder adquisitivo de la moneda se determinan por la cantidad de dinero en circulación: a mayor dinero circulante, menor poder de compra del mismo, es decir, el nivel general

* Profesor de la División de Posgrado y Coordinador del Seminario de Credibilidad Macroeconómica, Facultad de Economía, UNAM.

de precios sube. Esta teoría suele articularse en cinco postulados que han sido objeto de muy largas polémicas entre economistas de las más diversas orientaciones intelectuales¹.

El primero es, pues, el postulado de proporcionalidad, que nos dice que en el largo plazo el nivel de precios variará en proporción a las variaciones en la cantidad de dinero, siempre que el público quiera mantener constantes sus balances reales (M/P) y la economía esté operando a su nivel potencial. El segundo afirma no sólo que dinero y precios varían igual, porcentualmente hablando, sino que la causalidad corre del dinero a los precios, es decir, que son los cambios en la cantidad de dinero los que provocan los cambios en el nivel de precios, y no al revés, aunque se consiga mediante un proceso de ajuste dinámico. El tercero es el postulado de neutralidad, según el cual una vez concluido el proceso de ajuste los cambios en la cantidad de dinero no afectarán a las variables económicas reales como el producto y el empleo, cuyo comportamiento será afectado por la tecnología, las preferencias, etc. y demás factores no monetarios. El cuarto sostiene que los disturbios en el nivel de precios (las inflaciones o las deflaciones) se originan en la evolución alcista o bajista de la cantidad de dinero. Y, finalmente, el quinto, suponiendo un multiplicador monetario estable, es la exogeneidad del acervo nominal de dinero, puesto que son los bancos centrales quienes tienen capacidad para decidir sobre dicho acervo, mientras el público —al generar la demanda de balances de la economía— determina el acervo real de dinero.

Se presume que este marco analítico opera en economías cerradas y de paridad fija o también en economías abiertas de mayor tamaño. Para el caso latinoamericano en general y para México en particular, no obstante, se consideró durante mucho tiempo un marco analítico distinto: aquel que era aplicable a economías pequeñas, abiertas y con tipo de cambio fijo (o semifijo, con sus ajustes respectivos). Este segundo marco analítico se denominó *enfoque monetario de balanza de pagos*, y fue ampliamente promovido por el Fondo Monetario Internacional desde la época de Jacques Polak, uno de sus primeros jefes de investigación, al punto de que en la jerga fondomonetarista se le llamaba también “el Modelo Polak”².

¿En qué consiste este enfoque de gestión monetaria tan ampliamente recomendado durante los años sesenta, setenta, etc. para América Latina? La primera proposición del enfoque consiste en que el nivel de precios es exógeno:

al ser el país no un fijador de precios en los mercados mundiales de bienes y activos financieros sino un tomador de precios, su propio nivel queda determinado por la oferta y la demanda de dinero en los mercados mundiales. La segunda proposición es la endogeneidad del acervo de dinero, lo que significa que éste (la oferta monetaria) se coloca en línea con lo que indique la demanda monetaria. La tercera es la idea de que el banco central, en este tipo de economías (es decir, pequeñas, abiertas y con tipo de cambio fijo), sí puede controlar (mediante el crédito neto) la composición del acervo monetario del país pero no su monto total.

Dada la experiencia mexicana con este marco analítico en la década pasada, resulta conveniente completar la exposición con las otras tres proposiciones. La cuarta proposición es que existe causalidad inversa, es decir, es el dinero el que se ajusta a los precios: si la demanda de dinero excede a la oferta la brecha se cierra por entradas netas de dinero, hasta el punto en que el nivel de precios (exógeno) queda validado. La quinta no es otra que la ausencia de efectos de precios relativos y la sexta es la proposición de efectos de gasto. Una y otra se complementan: mientras la primera dice que la ley de un precio elimina la posibilidad (de ajuste) de niveles de precios diferenciados entre los países, la segunda asevera que el ajuste se da más bien a través del gasto, dado que los agentes elevan su gasto cuando se deshacen de sus balances monetarios no deseados elevando las importaciones y reequilibrando, con ello, el mercado monetario doméstico.

Y por último está el marco analítico que se ha convertido en la nueva ortodoxia de los banqueros centrales a partir de los años noventa. Desde Nueva Zelanda hasta Inglaterra y desde Chile hasta México, pasando por Hungría, Canadá, Israel, Brasil, Polonia, Corea, Sudáfrica, Australia, Suecia, Filipinas y varios países más, el marco analítico denominado *blancos de inflación* domina el horizonte. Si bien el enfoque de blancos de inflación es resultado indirecto o directo del intenso debate entre quienes defendían la imposición de reglas a las autoridades monetarias y quienes defendían las políticas discrecionales, su definición sintética como “un marco de discrecionalidad acotada” o como una nueva estrategia de política monetaria se expone en seguida.

Puede afirmarse que este marco analítico hoy en boga tiene tres componentes principales. En primer lugar, anuncios sistemáticos sobre el blanco inflacionario de la autoridad, casi siempre alrededor de 2 o 3% de inflación anual y con arcos temporales mayores a un año; en segundo lugar, libertad total al instituto emisor para manipular cualquiera de las variables contenidas en el mecanismo que estipula la relación entre las acciones del banco central y el blanco

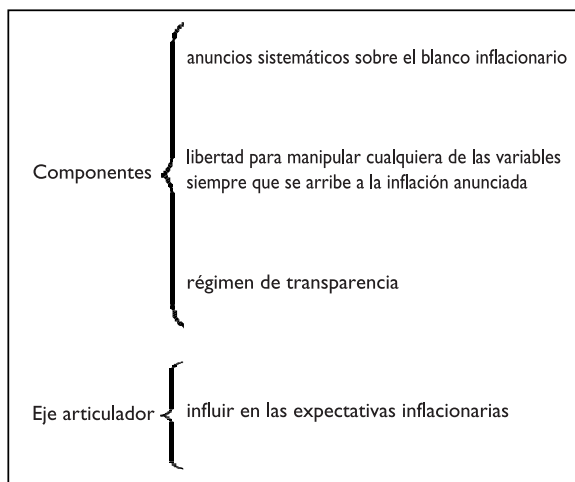
¹ Humphrey, 1974.

² Humphrey, 1981 y Polak, 1997

inflacionario, siempre que dicha manipulación conduzca a la economía a la inflación anunciada; y tercero: articulación de un régimen de transparencia que incluya explicación sistemática de sus acciones discrecionales y, en ciertos casos, rendición periódica de cuentas ante comités congresuales (una caracterización un tanto diferente)³.

Los tres componentes mencionados se sostienen en un eje articulador que, en última instancia, les confiere coherencia: el trabajo del banco central para influir en las expectativas inflacionarias del público. Si éstas no convergen hacia el anuncio del blanco numérico de la autoridad, si el sector privado no cree que el modelo oficial del mecanismo de transmisión monetaria refleje apropiadamente a la economía mexicana o, por poner otro ejemplo, si el régimen de transparencia es demasiado endeble como para no disipar problemas de credibilidad y sorpresas inflacionarias o como para no contribuir a mejorar la reputación monetaria del banquero central, habría un elevado costo en términos de las variables reales y nominales de la economía (véase Diagrama núm. 1).

Diagrama 1
El enfoque de blancos de inflación



Fuente: elaboración propia.

Este marco analítico, por lo tanto, sólo embona con un tipo de cambio flexible y no da mayor ponderación a los agregados monetarios como determinantes de la inflación. Aquí los postulados de la teoría cuantitativa son irrelevantes, lo mismo que las proposiciones del enfoque monetario de balanza de pagos, y lo importante viene dado por la respuesta de la tasa de interés nominal a las desviaciones de la inflación respecto de su blanco o, en otros casos, a la respuesta

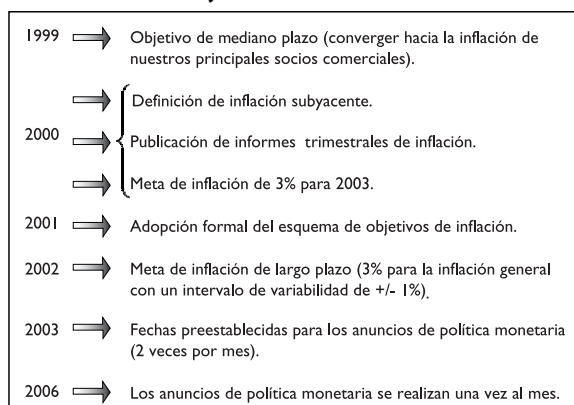
³ Bernanke y Mishkin, 1997

de la tasa de interés ante desviaciones del producto respecto de su nivel potencial. La respuesta de la tasa de interés ante la inflación y el producto es conocida como la Regla de Taylor. Precisamente la Regla de Taylor, la paridad flexible y el enfoque de blancos de inflación se han llegado a postular como el trípode de la buena política monetaria de largo plazo, según la nueva ortodoxia, que opera ya de manera intensiva con las expectativas de los agentes⁴.

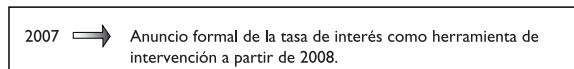
El Banco de México, las expectativas y la moneda de plata

El año de 1999 el Banco de México⁵ se planteó, como objetivo de mediano plazo, converger hacia la inflación estadounidense. Un año después tomó tres decisiones: a) copió la “core inflación” de Estados Unidos llamándola “inflación subyacente”, b) inició la publicación de informes trimestrales sobre la inflación y c) anunció también una meta de inflación de 3% a obtenerse tres años después, o sea, hasta 2003. Y en 2001 adoptó formalmente el esquema de blancos de inflación. Luego, en 2002, ratificó la meta de 3% y le añadió un intervalo de variabilidad de un punto por debajo y por encima de la meta. En 2003 estipuló que los anuncios de política monetaria los haría dos veces por mes en fechas preestablecidas y en 2006 dijo que los anuncios de política los haría una vez

Diagrama de flujo 2
México: transición gradual al esquema de objetivos de inflación



Fuente: tomado de Banxico, Política monetaria y perspectivas económicas para 2007.



Fuente: elaboración propia.

⁴ Taylor, 2001.

⁵ Excepto el Cuadro núm. 2, las ilustraciones de esta sección fueron tomadas de Hugo Contreras Sosa, 2007.

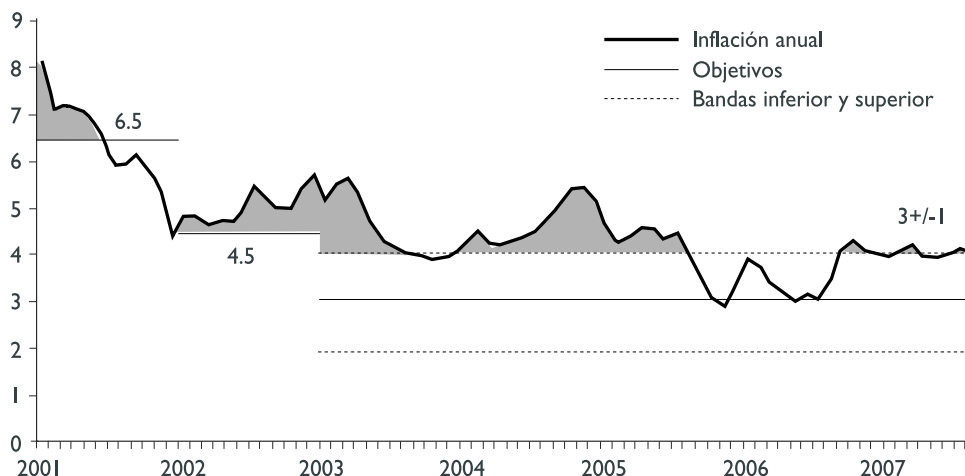
por mes. Por último, en 2007 substituyó el “régimen de saldos” popularmente conocido como “corto” a fin de utilizar una tasa de interés de referencia como su herramienta de intervención (véase Diagrama de flujo 2).

No obstante el pausado diseño institucional, durante el período 2001-2007 el Banco de México ha tenido más fracasos que éxitos en el cumplimiento de su blanco inflacionario (véase Gráfica 1). Considerando los años 2001 y 2002 como años de aprendizaje en cuanto a la aplicación del enfoque en la economía mexicana y 2003 como el primer año en el que el instituto emisor operó con el intervalo de variabilidad en torno a 3%, el subperíodo que va de 2004 a 2007 puede verse, legítimamente, como un período susceptible de análisis crítico. Bien, durante este subperíodo la política monetaria generó cuatro ciclos de sorpresas inflacionarias, definida la “sorpresa inflacionaria” como la diferencia positiva o negativa entre la inflación esperada y la observada (la sorpresa es positiva cuando la inflación observada es menor a la esperada, y viceversa) (véase Gráfica 2).

ta meses y con una magnitud de menos 22 puntos, lo cual, al sumar y restar los cuatro ciclos, arroja un saldo neto negativo de 14 puntos (véase Cuadro núm. 1). Pero la situación empeora al incorporar la credibilidad y la reputación de la autoridad monetaria. Si definimos la credibilidad del banco central como la diferencia entre el blanco de la autoridad y la inflación que el público espera, y la reputación monetaria como el cambio en la credibilidad del banco central ante un cambio en la sorpresa inflacionaria, tendremos que: a) en el primer ciclo, exceptuando el último trimestre de 2004, el problema de credibilidad va acompañado con la sorpresa inflacionaria negativa, b) lo mismo ocurre, pero en dirección inversa, en el segundo ciclo: la mayor credibilidad está en línea con la sorpresa positiva y c) en los dos ciclos siguientes los agentes conceden cada vez menor credibilidad a un banco central que opera con sorpresas inflacionarias (véase Gráfica núm. 3).

¿Cómo podría entrar, en este panorama monetario, la propuesta de la moneda de plata? Lo primero que ha de seña-

Gráfica 1
México: inflación anual¹ y blancos de inflación² a partir de la adopción formal del enfoque de blancos, 2001-2007



^{1/} calculada de manera continua.

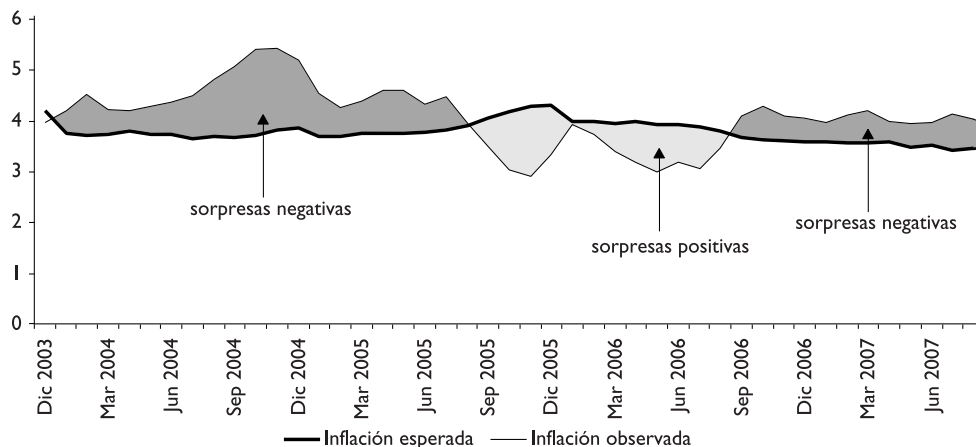
^{2/} los objetivos de los años que van de 1998 a 2002 son considerados por el propio banco como “metas intermedias” y el objetivo (blanco) de largo plazo debería converger hacia el nivel de inflación de los principales socios comerciales del país, no obstante, a partir de 2003 se fijó como objetivo de largo plazo un valor de 3% con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de ese nivel.

Fuente: tomado de Contreras, 2007.

Si se revisa con mayor detenimiento, el subperíodo arroja dos ciclos de sorpresas positivas que totalizan nueve meses y con una magnitud de casi ocho puntos y medio y, además, dos ciclos de sorpresas negativas que totalizan treint-

larse es que, a diferencia de la teoría cuantitativa del dinero y del enfoque monetario de balanza de pagos, el enfoque de blancos de inflación atiende a la tasa de interés nominal y desenfatisa el papel del dinero en la formación del nivel de

Gráfica 2
México: área de sorpresas inflacionarias,¹
2004-2007



^{1/} definidas como las áreas que abarcan la diferencia entre la inflación observada y la inflación esperada en el periodo precedente.
 Fuente: tomado de Contreras, 2007.

Cuadro 1
México: ciclos de sorpresas inflacionarias,¹
2004-2007

Ciclo	Longitud (meses)	Signo de la sorpresa	Magnitud ²	Saldo neto de los ciclos ³
enero 2004 - agosto 2005	19	(-)	-16.27	
septiembre 2005 - diciembre 2005	3	(+)	4.05	-13.97
enero 2006 - agosto 2006	6	(+)	4.41	
septiembre 2006 - agosto 2007	11	(-)	-6.16	

^{1/} definidas, cada una, como la diferencia entre la inflación observada y la inflación esperada por los mercados en el periodo precedente.

^{2/} definida como la suma algebraica de las sorpresas inflacionarias.

^{3/} definido como la suma algebraica del conjunto de sorpresas inflacionarias de los ciclos.

Fuente: tomado de Contreras, 2007.

precios, de modo tal que quien enarbola dicho enfoque no podría sostener razonablemente, o con alguna conjetura estadística plausible, que la eventual emisión de la moneda de plata —marginal, además, respecto del monto de los agregados monetarios— pueda elevar la inflación futura esperada.

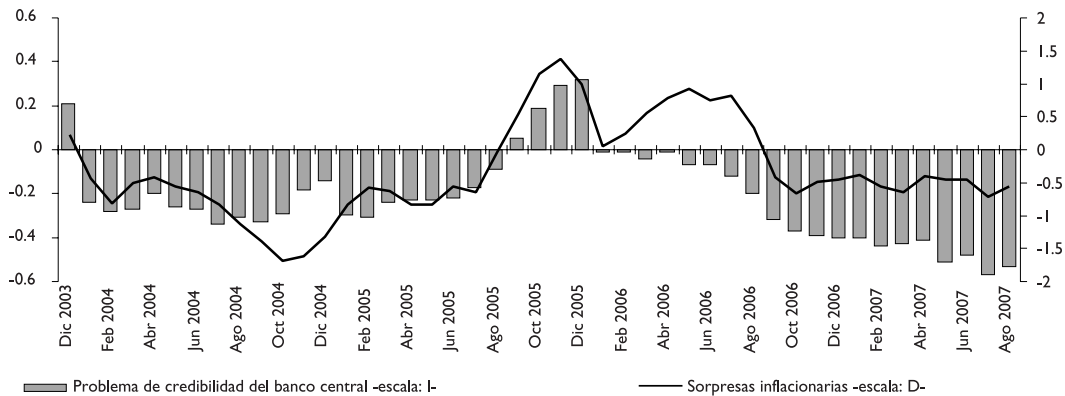
Esto no implica, por mi parte, aceptación alguna de la tesis de irrelevancia del dinero. Sólo por precisar: durante el último cuarto de siglo (el período que va de 1981 a 2006) los coeficientes de correlación entre la inflación y las variables clave fueron de 0.8397 contra la tasa de interés nominal, de 0.8563 contra el tipo de cambio nominal, de 0.8602 contra el agregado monetario M2 definido por la anterior metodología (de 1981 a 2000) y de 0.9358 contra el agregado monetario M2 definido por la metodología actual (de 1986 a 2006). Estos datos sugieren, por lo menos, que quizá podría verse como apresurado el abandono rela-

tivo de los vínculos entre agregados monetarios e inflación (véase Cuadro núm. 2).

Incorporando la idea de la Asociación Cívica Mexicana Pro Plata acerca del valor piso de una moneda de plata, el segundo aspecto de interés para poder ver a dicha moneda como algo más que una mera hipótesis de trabajo radica en que si la transparencia y la rendición de cuentas son dos de los rasgos intrínsecos al enfoque de blancos, la moneda de plata contribuiría a ellos al ofrecer *un patrón de contrastación* respecto del desempeño antiinflacionario del banco central. En efecto, la evolución del nivel general de precios podría compararse contra la evolución de una unidad monetaria de valor intrínseco con piso preestablecido, dado que la diferencia entre ambas sería una medida comprensible, transparente y útil para revisar la eficacia de la política monetaria: cuánta capacidad de compra pierde el peso contra cuánta capacidad de compra gana la moneda de plata. Y la rendición de cuentas ante comités congresuales o grupos de expertos se complementaría con una reacción simple y directa: el incremento relativo del ahorro popular en plata y no en dinero de papel.

Y, en tercer lugar, dado que el banco central mexicano no da a conocer las minutas de sus deliberaciones de política y que, por tanto, los agentes económicos no conocen el sentido del voto del gobernador y de los subgobernadores cuando se decide mover la tasa de interés de referencia, dado ese vacío, digo, el propio Banco de México tendría que dar prueba de su voluntad de transparencia no sólo publicando sus minutas sino, sobre todo, apoyando aquellas iniciativas ciudadanas que directa o indirectamente fortalezcan la transparencia y la rendición de cuentas en sus diversas modalidades,

Gráfica 3
México: reputación monetaria¹ del banco central, 2004-2007
(credibilidad del banco central² versus sorpresa inflacionaria³)



^{1/} definida como el cambio en la credibilidad del banco central ante un cambio en la sorpresa inflacionaria.
^{2/} definida como la diferencia entre el blanco (anuncio) de la autoridad y la inflación esperada por los mercados.
^{3/} definida como la diferencia entre la inflación observada y la inflación esperada por los mercados en el periodo precedente.
Fuente: tomado de Contreras, 2007.

Cuadro 2 México: correlación entre la inflación¹ y variables seleccionadas, 1981-2006	
Variable	Coefficiente
Tasa de interés nominal ²	0.8397
Tipo de cambio nominal ³	0.8563
Agregado monetario M2 (metodología anterior) ⁴	0.8602
Agregado monetario M2 (nueva metodología) ⁵	0.9358

^{1/} definida como el incremento diciembre-diciembre del INPC.
^{2/} definida como el rendimiento de los CETES a 28 días.
^{3/} definido como el tipo de cambio utilizado para liquidar obligaciones en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana, y para la liquidación de Tesobonos y coberturas cambiarias de corto plazo.
^{4/} definido como la suma de M1 (billetes y moneda metálica en poder del público más cuentas de cheques en moneda nacional y extranjera) más los instrumentos bancarios a corto plazo (abarca el periodo 1981-2000).
^{5/} definido como la suma de M1 (billetes y monedas en poder del público, cuentas de cheques en bancos del país en moneda nacional y moneda extranjera y depósitos en cuenta corriente en moneda nacional en bancos del país) más activos financieros internos en poder de residentes del país (abarca periodo 1986-2006).
Fuente: elaboración propia con base en Contreras, 2007.

como sería el caso de la moneda de plata. Ese proceder alentaría, muy probablemente, una sinergia positiva con las expectativas inflacionarias de los mercados.

Consideraciones finales

De los varios marcos analíticos disponibles para la gestión monetaria el Banco de México ha elegido el enfoque de blancos de inflación. Tanto la teoría de la cantidad de dinero como el enfoque monetario de balanza de pagos han quedado, para

el Banco de México, fuera de lugar, en la medida en que aquéllos tienen al dinero como variable crucial para determinar el nivel de precios y éste ha desenfocado ya la tasa de crecimiento de los agregados monetarios como variable explicativa de la inflación mexicana. Esta decisión, la de abrazar el enfoque de blancos de inflación para su gestión monetaria, si bien ha mantenido a la economía en rangos de un dígito en el cambio del nivel general de precios, no ha sido óbice para que las sorpresas inflacionarias generen problemas de credibilidad y de reputación— el Banco ha ido adoptando cada vez más una política monetaria acomodaticia ante choques de oferta negativos y persistentes, a pesar de que con ello se coloque por encima del límite superior de su intervalo de variabilidad inflacionaria e incumpla el blanco que se autoimpuso.

En tales condiciones, la moneda de plata ofrece ventajas indudables hacia el corto y mediano plazos: 1) no altera la herramienta de intervención de la autoridad monetaria y estaría confinada a un segmento muy menor, cuantitativamente hablando, de los medios de pago, 2) fortalece la transparencia al facilitar un patrón de contrastación para medir la eficacia de la estrategia contra la inflación, 3) aporta un mecanismo meramente cualitativo y simple en la rendición de cuentas del banco central y 4) da la oportunidad al Banco de México de mostrar flexibilidad y apertura ante iniciativas ciudadanas innovadoras que no vulneran sino que fortalecen el ámbito conceptual y de políticas que el propio Banco hace suyo. Nada más, pero también nada menos.