

EFFECTOS DISTRIBUTIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

GUADALUPE MÁNTEY
DE ANGUIANO *

Las políticas de estabilización más ampliamente recomendadas por la ortodoxia combinan el alza en los tipos de interés y el ajuste cambiario. Ambas medidas tienden a deprimir el valor de mercado de las empresas, al elevar el rendimiento de activos financieros alternativos (*e.g.* depósitos bancarios en moneda nacional y en moneda extranjera). En el presente trabajo, se investigan los efectos inflacionarios de tales políticas en una economía abierta que opera en condiciones de competencia monopólica, y se analizan sus consecuencias distributivas cuando existe una oferta excedentaria de mano de obra.

La hipótesis que se presenta explica el éxito de la política antinflacionaria seguida en México durante los últimos seis años, y el dramático cambio observado en la distribución funcional del ingreso, como dos caras de la misma moneda.

LA POLÍTICA MONETARIA Y LA DISTRIBUCIÓN FUNCIONAL DEL INGRESO

La coexistencia de un mercado real para el capital donde los precios se ajustan lentamente, y un mercado financiero donde las fluctuaciones en el valor de las empresas dan lugar a ganancias o pérdidas de capital rápidas, ha determinado que el objetivo fundamental de la gestión

* La doctora Guadalupe Mántey de Anguiano es profesora de carrera de la maestría en ciencias económicas de la UNAM, y realiza investigación en las áreas de política monetaria y finanzas internacionales.

administrativa de los negocios sea la maximización del valor de mercado de las empresas.¹

El valor de mercado de la empresa depende de dos factores: la corriente de utilidades que se espera obtener de ella en el futuro, y la tasa de interés a la cual se capitalizan las utilidades futuras. Esta última, a su vez, depende del rendimiento que ofrezcan los activos financieros sin riesgo disponibles, y de la prima por riesgo que los inversionistas demanden de la inversión productiva.

La política monetaria, al influir sobre el rendimiento de los activos sin riesgo, puede ocasionar bruscos movimientos en el valor de mercado de las empresas y fuertes pérdidas (o ganancias) de capital. Aun cuando la empresa no se cotece públicamente en mercados organizados de valores, es innegable que su valor disminuye si aparecen en el mercado activos alternativos con mayores rendimientos (*e.g.* depósitos bancarios en moneda nacional, certificados de tesorería, etc.); en una situación así, los mismos mercados organizados de valores, es innegable que su valor disminuye si aparecen en el mercado activos alternativos con mayores rendimientos (*e.g.* depósitos bancarios en moneda nacional, certificados de tesorería, etc.); en una situación así, los mismos dueños del negocio tratarán de modificar sus carteras cambiando sus acciones por esos otros activos, y seguramente dejarán de invertir recursos frescos en la empresa. Aun cuando no haya una valuación precisa de la empresa, habrá la certeza de que su precio relativo ha bajado.

Los vaivenes de la política monetaria se consideran un riesgo sistemático en el mercado financiero, es decir, un fenómeno que afecta a las empresas de manera general. Sin embargo, la intensidad con que influye en las cotizaciones es variable dependiendo del poder que tengan las empresas para contrarrestarlo.

La caída en el valor de mercado de una empresa (V), por un aumento en la tasa de interés (i), puede ser contrarrestada con un aumento en las utilidades (π), o bien con una reducción en la prima por riesgo (k), como se aprecia enseguida:

$$V = \frac{\pi}{i + k}$$

¹ Véase S. Friedland, *Principles of Financial Management*, Winthrop Publishers Inc., Cambridge Mass, 1978, cap. 1.

Este efecto de la política monetaria en la distribución funcional del ingreso ha sido, hasta ahora, poco desarrollado. Los economistas estructuralistas² han destacado los efectos inflacionarios de las políticas monetarias restrictivas, al igual que los de las políticas devaluatorias, pero han atribuido exclusivamente a su impacto sobre los costos, bajo el supuesto de que los precios se determinan mediante la imposición de un margen fijo sobre costos.³ Los economistas monetaristas simplemente han ignorado las repercusiones inflacionarias de tales políticas.

En lo que sigue, se presentará una hipótesis para explicar los efectos distributivos e inflacionarios de las políticas monetaria y cambiaria, en una economía abierta que opera en condiciones de competencia monopólica. Nuestra hipótesis implica una teoría de la distribución de corte clásico, en la que el ingreso real está dado por la elasticidad de la demanda, y un factor recibe un ingreso exógenamente determinado, en tanto que el otro factor recibe el ingreso residual. A diferencia de los clásicos, aquí supondremos que el capital es el factor que recibe primero su parte, en función del rendimiento de los activos sin riesgo, y que el salario real es el ingreso que se ajusta a través de los cambios en los precios con un salario nominal dado.

Esta teoría se parece bastante a la propuesta por Sraffa,⁴ pero a diferencia de éste que considera al capital productivo como la suma de insumos de trabajo fechados, la nuestra retoma el concepto de capital clásico, que no distingue el activo fijo del circulante, y que identifica al capital con el financiamiento necesario.

Política monetaria en competencia monopólica

Suponemos que, en condiciones de competencia monopólica, la empresa tenderá a elevar los precios, y la participación de las utilidades en el ingreso, a modo de que la tasa de ganancia sobre el capital invertido exceda al rendimiento que reportan los activos financieros con menor riesgo. Dado que entre éstos destacan los depósitos bancarios en

² Véase L. Taylor, *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Basic Books, Nueva York 1983.

³ Véase P. Sylos Labini, *Oligopolio y progreso técnico*, Colección Libros de Economía Oikos, Barcelona, 1965. Caps. I, II y III; P. W. S. Andrews y E. Brunner, *Studies in Pricing*, Macmillan 1972, caps. I, II y III.

⁴ Véase P. Sraffa, *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge University Press, 1960, caps. V y VI.

moneda nacional y en moneda extranjera, concluiremos que aumentos en las tasas de interés y en la tasa de devaluación tenderán a generar fuerte presión sobre los precios, al obligar a las empresas a elevar la participación de las utilidades en el ingreso para evitar una caída en su valor de mercado. Este cambio en la distribución del ingreso tenderá a ser mayor, en la medida en que el alza en las tasas de interés, o la depreciación del tipo de cambio, contraigan la demanda agregada y el ingreso real.

Así pues, una economía monetaria que se desenvuelve en condiciones de competencia monopólica, y está abierta al exterior, reaccionará a las medidas de política económica ortodoxas de manera muy diferente a como supone la teoría neoclásica. Un aumento en las tasas de interés tenderá a elevar los precios y la participación de las utilidades de el producto. Un efecto similar producirá la devaluación de la moneda. Por el contrario, un aumento en la utilización de la capacidad instalada tenderá a ser deflacionaria, en la medida en que incremente la tasa de ganancia por encima del rendimiento de los activos sin riesgo.

Dado que en una economía en desarrollo, con alto grado de monopolio, es concebible que las empresas líderes también experimenten considerable grado de monopsonio, puede suceder que los precios de los factores abundantes, al igual que los de los insumos comercializados intrafirma, sean administrados, y que éstos tengan poca significación en el nivel general de precios. En estas circunstancias, la empresa regulará el precio de los insumos en función de su tasa de ganancia y la presión de demanda sobre los recursos. Dado que las condiciones de demanda excedente se suscitarán junto con incrementos en la utilización de la capacidad instalada, y que en éstas condiciones la tasa de ganancia tenderá a subir sin necesidad de elevar los precios, es posible que los aumentos en los precios administrados tengan poca significación en el crecimiento del nivel general de precios.

Política monetaria en una economía abierta

Hemos visto que, para que una política monetaria antinflacionaria sea efectiva en una economía que opera en condiciones de competencia monopólica, se requiere que evite caídas en el valor de mercado de las empresas, pues éstas estimularán la ampliación de márgenes de utilidad mediante el aumento de precios. Una política de bajas tasas de

interés, y un tipo de cambio rígido, servirán este propósito. Sin embargo, la apertura externa impide frecuentemente la implementación de tal política, pues las tasas de interés domésticas no pueden descender por debajo de las tasas externas, habida cuenta del riesgo cambiario.

Si la política monetaria se encuentra limitada por la apertura externa y por un tipo de cambio sobrevaluado, tendrá que imponer elevadas tasas de interés a los activos financieros domésticos. Esto tendrá dos repercusiones negativas en el valor de las empresas, pues por un lado estimulará la adquisición de activos financieros con menor riesgo; y por otro lado, deprimirá la demanda, y con ella las utilidades esperadas de las empresas.

La contracción de la actividad económica, y la caída consecuente de la tasa de ganancia sobre el capital invertido, generará presiones alcistas en los precios de las empresas monopólicas, que buscarán desplazar su producción hacia los mercados con menor elasticidad de demanda.

Si la apertura externa es considerada un objetivo prioritario de la política económica, y la política monetaria se ve comprometida a ese fin, elevando las tasas de interés domésticas, la única forma de reducir las presiones inflacionarias que conlleva será favoreciendo, por otros medios, la recuperación de la tasa de ganancia. Esto implica un incremento en la participación de las utilidades en el ingreso.

Evidentemente, el restablecimiento de la tasa de ganancia sobre el capital invertido en la producción deberá hacerse con cargo al ingreso del factor abundante, o sea mediante una contracción del salario real. Por lo anterior, se puede concluir que, con una política monetaria, restrictiva, las presiones inflacionarias sólo se reducirán en la medida en que las condiciones sociales permitan la redistribución de ingresos a favor del capital, al punto en que se recupere la tasa de ganancia.

Así, en condiciones de competencia monopólica, los objetivos de la apertura externa que condicionan la política monetaria entran en conflicto con los objetivos de estabilidad de precios internos y de una mayor equidad en la distribución del ingreso.

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN EN MÉXICO

La experiencia inflacionaria de México en las últimas dos décadas apoya las hipótesis presentadas. La tasa de inflación, medida a través

del deflactor implícito del PIB, se asocia *negativamente* con las variables que la teoría neoclásica propone como sus determinantes, por ejemplo las tasas de crecimiento real de los billetes y monedas en circulación, la base monetaria, y el medio circulante. Otros indicadores de la presión de demanda, como la capacidad utilizada, el gasto del gobierno federal, el déficit público y la inversión bruta fija también mostraron correlaciones negativas con la tasa de inflación. Finalmente, indicadores del costo directo de fabricación, como el crecimiento de los salarios reales y la tasa de inflación en el exterior, también mostraron coeficientes de correlación simple negativos. En contraste, los indicadores del rendimiento de activos sin riesgo, como los diferenciales reales de tasas de interés sobre depósitos bancarios entre México y Estados Unidos, y la tasa de devaluación, mostraron altas correlaciones positivas con la tasa de inflación (véase cuadro 1).

El financiamiento bancario a las empresas, que de acuerdo con la ortodoxia genera presiones inflacionarias, en México se asocia negativamente con la tasa de inflación, como lo evidencia la gráfica 1.

Un ejercicio econométrico para explicar la demanda de financiamiento bancario por las empresas indica que esta variable responde inversamente a la capacidad utilizada y a la participación de las utilidades en el ingreso (véase cuadro 2). Estos resultados muestran la sustituibilidad que existe entre el financiamiento patrimonial, el crédito y el financiamiento inflacionario de las empresas, y también revelan el potencial inflacionario de una política monetaria restrictiva, particularmente cuando se aplica en condiciones recesivas.

Formalizando las anteriores apreciaciones en una función de precios para México, encontramos que el comportamiento de esta variable en el periodo 1970-1991 respondió directamente a variaciones en el tipo de cambio nominal, y a los diferenciales de tasas de interés bancarias entre México y Estados Unidos (ajustados por el tipo de cambio real y con retraso de un año); en tanto que reaccionó inversamente al financiamiento del banco central al gobierno, y a la tasa de ganancia del periodo precedente (véase cuadro 3).

Los resultados obtenidos de este ejercicio econométrico apoyan nuestra hipótesis de que los precios son el mecanismo distributivo que nivela la tasa de ganancia del capital invertido en la producción, con el rendimiento que ofrecen los activos financieros sin riesgo.

El coeficiente negativo y significativo que muestra el crédito del

banco central al gobierno reitera la conclusión de nuestro análisis respecto al carácter inflacionario que tiene una política monetaria restrictiva en una economía que se desenvuelve en condiciones de competencia monopólica.

Los pactos antinflacionarios y la distribución del ingreso

Desde fines de 1987, el gobierno mexicano ha venido promoviendo la celebración de acuerdos corporativistas con el propósito fundamental de controlar la inflación. El éxito de esta política en cuanto a la evolución de los precios internos, ha sido indiscutible; sin embargo, preocupan sus efectos regresivos en la distribución del ingreso.

La hipótesis teórica que hemos desarrollado nos permite ver que uno y otro resultado son dos caras de la misma moneda. En otras palabras, que los pactos han cumplido con su objetivo antinflacionario precisamente porque han contribuido a elevar la tasa de ganancia sobre el capital productivo por encima del rendimiento de otros activos financieros que ofrecen menor riesgo.

Los pactos han contribuido a este resultado al sujetar a convenio dos variables clave que son el tipo de cambio y el salario mínimo nominal. El primero ha reducido el rendimiento de los depósitos en moneda extranjera que, como hemos dicho, constituye el más importante refugio de los inversionistas ante la inflación. La restricción al crecimiento del salario mínimo nominal, por su parte, ha permitido una mayor participación de las utilidades en el ingreso generado.

La sobrevaluación del tipo de cambio que se ha generado con estas negociaciones ha tenido que ser compensada con altas tasas de interés domésticas, ante el objetivo prioritario establecido de mantenerse la libre convertibilidad del peso. El alto costo del crédito por un lado, y la política de privatización de empresas públicas por otro lado, han determinado una baja tasa de inversión neta a nivel nacional. Como resultado de esto, la capacidad utilizada en la planta productiva ha tendido a aumentar en los últimos años (véase gráfica 2), y esto, unido a una mayor participación de las utilidades en el producto, ha determinado una fuerte recuperación de la tasa de ganancia (véase gráfica 3).

La restricción salarial y el rezago del tipo de cambio han logrado, en el corto plazo, abatir la inflación. Sin embargo, el costo de esta

política ha sido un déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y un severo deterioro en la distribución del ingreso. Ambos resultados son claramente insostenibles en el largo plazo.

CONCLUSIONES

Hemos visto que la política monetaria en México se encuentra condicionada por los objetivos de apertura externa, principalmente por la libre convertibilidad del peso, que obliga a ofrecer altas tasas de interés sobre los activos financieros denominados en moneda nacional, a fin de igualar el rendimiento que ofrecen otros instrumentos financieros del exterior y la prima por riesgo cambiario.

También hemos señalado que una política monetaria contraccionista, cuando se aplica en una economía que opera en condiciones de competencia monopólica, tiende a exacerbar las presiones inflacionarias.

Hemos encontrado que en México, durante los últimos siete años, la tasa de inflación ha descendido notablemente, no obstante la aplicación de una política monetaria restrictiva, en virtud de que se han implementado otras políticas que han tendido a recuperar la tasa de ganancia. Estas políticas, sin embargo, han generado una severa redistribución del ingreso en contra de los asalariados, y un importante rezago en el tipo de cambio que se traduce en un abultado déficit en la cuenta corriente con el exterior.

Los hechos expuestos permiten advertir la peligrosidad de la situación actual. El malestar social generado por la regresión en la distribución del ingreso, y los temores que suscita entre los inversionistas el abultado déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, podrían en cualquier momento combinarse y generar un ataque especulativo contra el peso, que agotaría en unas semanas, o días quizás, las reservas internacionales récord en poder del banco central, de mantenerse la libre convertibilidad de nuestra moneda.

CUADRO 1. *Coefficientes de correlación simple entre la tasa de inflación y algunas variables teóricamente determinantes*
(1970-1990)

<i>Variables</i> ¹	<i>Coefficiente R</i>
<i>Indicadores de liquidez:</i>	
Billetes y Moneda en Circulación	.52
Base Monetaria	.79
Oferta Monetaria	.50
Relación activos financieros líquidos a PIB ²	.08
<i>Indicadores de demanda</i>	
PIB	.68
Utilización de la capacidad ⁵	.39
Inversión bruta fija total	.50
Inversión bruta fija de las empresas	.37
Gasto del gobierno federal	.25
Gasto del sector público	.40
Déficit del gobierno federal	.07
Déficit del sector público	.09
<i>Indicadores de costo</i>	
Salario mínimo real	.59
Tasa de inflación en países industrializados ⁶	.49
Tasa de inflación mundial ⁶	.07
Producto agrícola	.39
Precios internacionales de productos básicos	.03
Precios internacionales del petróleo	.25
Diferenciales reales de tasas de interés sobre depósitos bancarios entre México y Estados Unidos ³	.88
Tipo de cambio nominal	.82

CUADRO 1. (Continúa)

<i>Variables</i> ¹	<i>Coefficiente R</i>
<i>Indicadores distributivos</i>	
Participación de las utilidades en el ingreso ²	.50
Tasa de ganancia ^{2,4}	.52

¹ Las variables se expresan en tasas de crecimiento real salvo indicación en contrario.

² Variación absoluta.

³ Diferenciales de tasas de interés sobre depósitos bancarios a tres meses ajustados por variaciones en el tipo de cambio real.

⁴ Las tasas de ganancia se estimaron relacionando las cifras del excedente neto de explotación de las cuentas nacionales con un valor del capital estimado por el método de inventarios perpetuos. Esta aproximación al capital se obtuvo sumando la inversión bruta fija de cinco años, considerando un año adicional como periodo de maduración.

⁵ La utilización de la capacidad se estimó relacionando el PIB observado con el capital estimado según se establece en la nota 4 de este cuadro. Para el cálculo del coeficiente de correlación se tomó el valor absoluto de este indicador.

⁶ Índices de precios al consumidor.

CUADRO 2. *Resultados econométricos de la estimación de una función del financiamiento bancario a las empresas en el periodo, 1970-1990*

Mejor ajuste lineal:

$$FINEPRG = 0.030 + 1.074 MARG - 3.625 EEPIBD - 0.431 GGOFRG - 0.329 PK\ 805D$$

(1.6) (11.0) (-5.1) (-4.7) (-2.2)

Donde:

FINEPRG es la tasa de crecimiento real del financiamiento bancario a las empresas

MARG es la variación absoluta en la participación de las utilidades en el PIB

GGOFRG es la tasa de crecimiento real del gasto total del gobierno federal

PK 805D es la variación absoluta de la relación producto-capital estimada

Los números en paréntesis debajo de los parámetros se refieren al estadístico *t*.

Pruebas:

$$R^2 \text{ Ajustado} = .89$$

$$DW = 2.36$$

$$F = 42.5 \text{ (20 observaciones)}$$

$$\text{Prueba White de heteroscedasticidad con 2 rezagos (Probabilidad de } F) = .57$$

$$\text{Prueba Breusch-Godfrey de correlación serial con 2 rezagos (Probabilidad de } F) = .46$$

$$\text{Prueba Jarque-Vera de normalidad de residuos (Probabilidad de } F) = .78$$

CUADRO 3. *Resultados econométricos de la estimación de una función de precios en México durante el periodo, 1970-1990*

Mejor ajuste lineal:

$$\begin{aligned}
 IPPIBG = & 0.675 + 0.343 TICC + 0.027 TIPTIER (-1) - 0.894 EEK805 \\
 & (4.0) \quad (7.6) \quad (9.5) \quad (3.2) \\
 & (-1) - 0.159 FIBMGORG \\
 & (-2.8)
 \end{aligned}$$

Donde:

IPPIBG es la tasa de crecimiento anual del deflactor implícito del PIB

TICC es la tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal

TIPTIER (-1) es el diferencial de tasas de interés sobre depósitos bancarios a tres meses entre México y Estados Unidos, ajustado por variaciones en el tipo de cambio real, con un año de rezago.

EEK805 (-1) es la tasa de ganancia estimada, con rezago de un año

FIBMGORG es la tasa de crecimiento real del financiamiento del Banco de México al gobierno federal

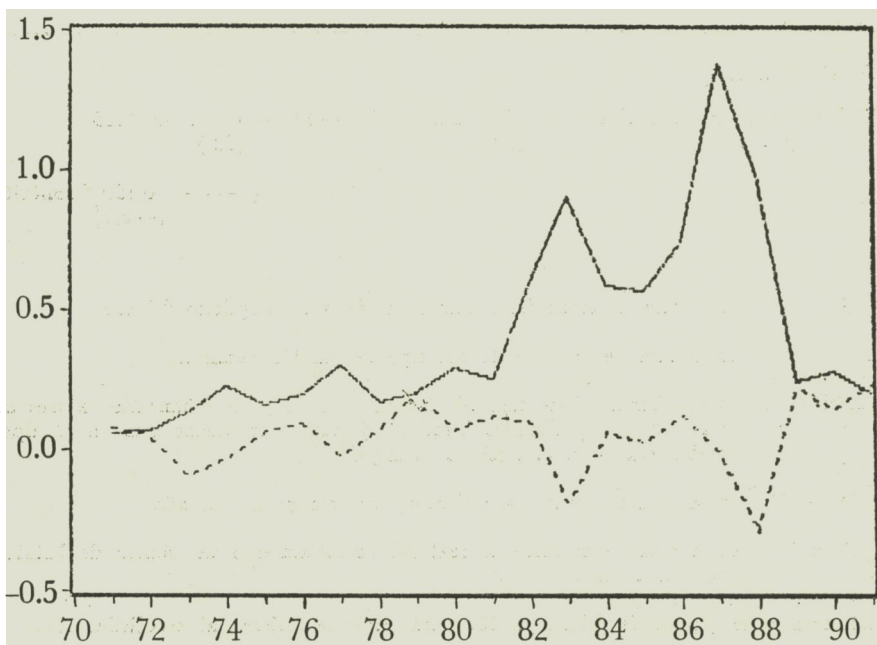
Los números entre paréntesis debajo de los parámetros se refieren al estadístico *t*.

Pruebas:

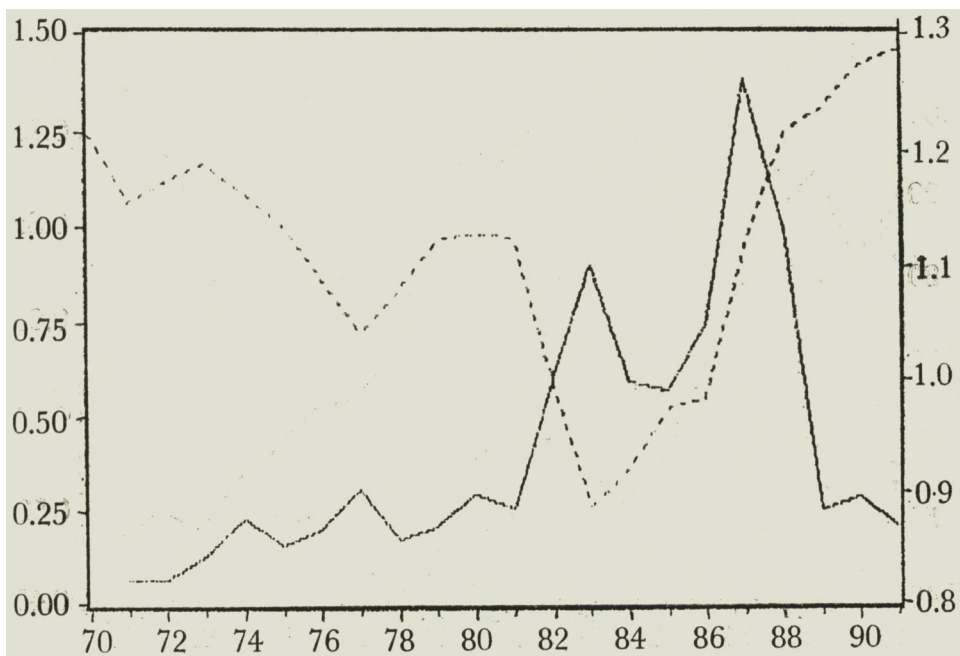
$$\begin{aligned}
 R^2 \text{ Ajustada} &= .94 \\
 DW &= 1.76 \\
 F &= 92 \text{ (21 observaciones)}
 \end{aligned}$$

Prueba White de heteroscedasticidad con 2 rezagos (Probabilidad de <i>F</i>)	=	.26
Prueba Breusch-Godfrey de correlación serial con 2 rezagos (Probabilidad de <i>F</i>)	=	.25
Prueba Jarque-Vera de normalidad de residuos (Probabilidad de <i>F</i>)	=	.85

GRÁFICA 1. *Tasas de crecimiento de los precios y del financiamiento real de las empresas*



— Tasa de crecimiento del índice de precios implícito del PIB.
----- Tasa de crecimiento real del financiamiento bancario a las empresas.

GRÁFICA 2. *Tasa de inflación y utilización de la capacidad instalada*

— Tasa de crecimiento del deflactor implícito del PIB.
- - - - Relación producto/capital estimada.

GRÁFICA 3. *Salario mínimo real y tasa de ganancia estimada*