

HACIA UNA VISIÓN DISTRIBUTIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA

POST SCRIPTUM*

NORA C. AMPUDIA MÁRQUEZ**

Que la política monetaria puede tener efectos sobre la distribución del ingreso y la riqueza a través del mecanismo de transmisión de las tasas de interés y del tipo de cambio es algo que han aceptado y en años recientes, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Internacional de Pagos, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, al igual que la Reserva Federal estadounidense. Esta atención se ha incrementado en los últimos tres años, destacando el papel que juega el proceso de formación de precios, donde un componente importante lo constituye la inflación de las ganancias.

La forma en que se instrumenta la política monetaria y sus mecanismos de transmisión tienen diversas implicaciones en los mercados de servicios, mercancías, dinero, activos financieros y en el mercado laboral. Dado que las tasas de interés, el tipo de cambio, y los salarios son precios, como tales redistribuyen el ingreso y la riqueza. Y si la política monetaria influye sobre estas variables y la formación de precios en general, entonces impacta dicha distribución.

En este trabajo se mostrarán los cambios en la política monetaria instrumentados por Banco de México a partir de la crisis económica generada por la Covid-19, y los efectos en el traspaso inflacionario.

POLÍTICA MONETARIA DURANTE Y DESPUÉS DE LA PANDEMIA

La pandemia generó una suspensión casi total de las actividades económicas a nivel mundial, generando la peor crisis económica desde la Gran Depresión. El confinamiento y el distanciamiento social junto con los paros técnicos, provocaron una caída en la actividad productiva, el consumo

* Post scriptum al capítulo “Hacia una nueva visión distributiva de la política monetaria” (Ampudia, 2018).

** Profesora-investigadora de la Universidad Panamericana, Guadalajara.

y la inversión productiva, generando un ambiente extremo de incertidumbre y desconfianza que alteró los mercados en general y elevó los riesgos de inestabilidad financiera a nivel global.

Para disminuir los efectos negativos de la crisis en el sistema financiero, el Banco de México (BdeM) instrumentó 25 medidas de política monetaria y cambiaria para mitigar los riesgos a los que estaba expuesto el sistema financiero nacional, entre los que identificó: problemas de liquidez para otorgamiento de créditos, descapitalización de la banca, problemas de pago de los deudores de la banca, problemas de liquidez entre otros intermediarios financieros, además de la escasez de divisas para casas de cambio, grandes empresas y personas físicas.

Durante la pandemia la política monetaria fue intensamente proactiva y puntualizada, en comparación con otras crisis económicas. De acuerdo con el BdeM se aplicaron 5 tipos de medidas diferentes: a) medidas de apoyo al crédito, b) de liquidez, c) de funcionamiento de mercado para garantizar un ejercicio ordenado del mercado de valores gubernamentales y corporativos, d) de facilidad regulatoria y e) para promover la continuidad operativa en el sistema financiero.

La siguiente tabla muestra el conjunto de acciones instrumentadas para cada tipo de medidas y los intermediarios financieros objeto de las medidas (tabla 1).

TABLA 1

Medidas	Intermediarios objeto de las medidas			Agentes económicos beneficiados directamente		
	Banca*	Fondos	Otros	Empresas		Hogares
				Grandes	MiPyMEs	
MEDIDAS DE APOYO AL CRÉDITO						
1. Reducción de Depósitos de Regulación Monetaria	√			√	√	√
2. Criterios contables especiales para instituciones financieras	√	√	√	√	√	√
3. Suspensión voluntaria en el pago de dividendos	√		√	√	√	√
4. Provisión de recursos a instituciones bancarias para canalizar crédito a micro, pequeñas y medianas empresas, y a personas físicas afectadas por la pandemia	√				√	√
5. Facilidades de financiamiento a instituciones de banca múltiple garantizada con créditos corporativos, para el financiamiento de la micro, pequeña y mediana empresas	√				√	
MEDIDAS DE LIQUIDEZ						
6. Reducción en tasa de Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria (FLAO)	√			√	√	√

Continuación

Medidas	Intermediarios objeto de las medidas			Agentes económicos beneficiados directamente		
	Banca*	Fondos	Otros	Empresas		Hogares
				Grandes	MiPyMEs	
7. Ampliación de títulos elegibles para la FLAO, operaciones de coberturas cambiarias y operaciones de crédito en dólares	√			√	√	√
8. Ampliación de contrapartes elegibles para FLAO	√			√	√	√
9. Ventanilla de reporto de valores gubernamentales a plazo	√			√	√	√
10. Facilidad de Reporto de Títulos Corporativos (FRTC)	√			√		
MEDIDAS PARA PROMOVER EL COMPORTAMIENTO ORDENADO EN LOS MERCADOS DE VALORES GUBERNAMENTALES Y DE VALORES CORPORATIVOS						
11. Ampliación del programa de coberturas cambiarias	√	√	√			
12. Subasta de dólares fondeadas con línea swap	√					
13. Manejo de pasivos	√	√	√			
14. Fortalecimiento al programa de formadores de mercado	√		√			
15. Incremento en la liquidez durante los horarios de operación para facilitar el óptimo funcionamiento de los mercados financieros y los sistemas de pagos	√					
16. Ventanilla de intercambio temporal de garantías	√					
17. Permuta de valores gubernamentales	√					
18. Coberturas cambiarias liquidables por diferencia en dólares de Estados Unidos con contrapartes no domiciliadas en el país para poder operar en los horarios en los que los mercados nacionales están cerrados	√					
FACILIDADES REGULATORIAS						
19. Usos de suplementos de capital	√			√	√	√
20. Flexibilidades temporales en requerimientos de liquidez	√			√	√	√
21. Flexibilidades en requerimientos de información y recortes	√		√			
22. Exención temporal en el cobro mínimo de las tarjetas de crédito	√		√			√
MEDIDAS PARA PROMOVER LA CONTINUIDAD OPERATIVA EN EL SISTEMA FINANCIERO						
23. Facilidades de la CNBV en materia de supervisión e inspecciones	√	√	√			
24. Medidas sobre el manejo de efectivo	√					√
25. Medidas de continuidad operativa para las AFORES			√			√

* Múltiple y de Desarrollo

FUENTE: Elaboración propia basado en Banco de México (2020).

Adicionalmente, el BdeM bajó la tasa de interés objetivo de 8.25% que mantenía desde diciembre del 2018 hasta agosto del 2019, llevando la tasa objetivo hasta un 4.0% el 11 de febrero del 2021, y la mantuvo en dicho nivel hasta el 24 de junio del mismo año. Estos movimientos a la baja en la tasa objetivo, no necesariamente generan una reducción en todas las tasas de interés bancarias y de instrumentos de deuda privada y pública, debido a los riesgos financieros y la incertidumbre generada por los efectos negativos de la pandemia. Por ello fue necesario aceptar nuevos tipos de garantías de la banca comercial en sus operaciones de crédito con el BdeM. Adicionalmente, ante la incertidumbre económica, los inversionistas buscaron un refugio seguro para su dinero en metales preciosos, en divisas y en otros instrumentos financieros como criptomonedas. Esa fue la principal razón de la depreciación del peso cuando el dólar llegó a rebasar los \$25.00 pesos en marzo del 2020, la onza de oro llegó a cotizar los \$43,397 pesos en agosto de ese año, mientras que el precio del bitcoin llegó a los 58 mil dólares en junio del 2021.

Las medidas del BdeM comenzaron el 20 de marzo del 2020, y se contemplaba eliminarlas el 30 de septiembre de ese año. Sin embargo, ante la evolución de los problemas en el sector financiero, se ampliaron hasta el 28 de febrero del 2021; y posteriormente se volvieron a ampliar algunas de ellas hasta el 30 de septiembre de dicho año.

Posteriormente, a partir del incremento en la inflación por la interrupción de las cadenas de suministro por la pandemia y la invasión de Rusia a Ucrania, el Banco de México elevó en 15 ocasiones su tasa de interés objetivo¹ para alcanzar el 11.25%² el 9 de abril del 2023 y mantenerse así hasta marzo del 2024. Los incrementos fueron más pronunciados y rápidos que en crisis anteriores; y la tasa objetivo llegó a su nivel más elevado desde que se utiliza como principal instrumento de política monetaria.³

Los efectos de la política monetaria a través de la tasa objetivo son asimétricos: cuando la tasa disminuye, no necesariamente lo hacen las tasas bancarias, pero cuando se incrementa la tasa objetivo afecta a todas las tasas de interés bancarias, de forma más directa y rápida que su decremento; y, por lo tanto, impacta a la demanda agregada, aumentando el ahorro, disminuyendo el consumo, la inversión productiva y el gasto público porque aumenta el costo del dinero (créditos).

Al inicio de la pandemia, el incremento de los precios fue mayor en el índice nacional de precios al productor (INPP), que en el del consumidor (INPC), llegando a un máximo de 9.84 en el INPP en marzo del 2022, mientras que la inflación al consumidor fue del 7.45 con un máximo del 8.70 en septiembre del 2022, como se puede observar en la gráfica 1. Es necesario destacar que durante 2021 y 2022, el nivel de inflación promedio

anual del INPC fue 1.4 veces mayor el nivel alcanzado en el periodo del 2010 al 2019, e igualmente sucedió con el INPP con petróleo, mayor en 1.6 veces y el INPP sin petróleo con un nivel mayor en 1.5 veces. Por ello, el incremento en la tasa de interés objetivo fue mucho más acelerado.

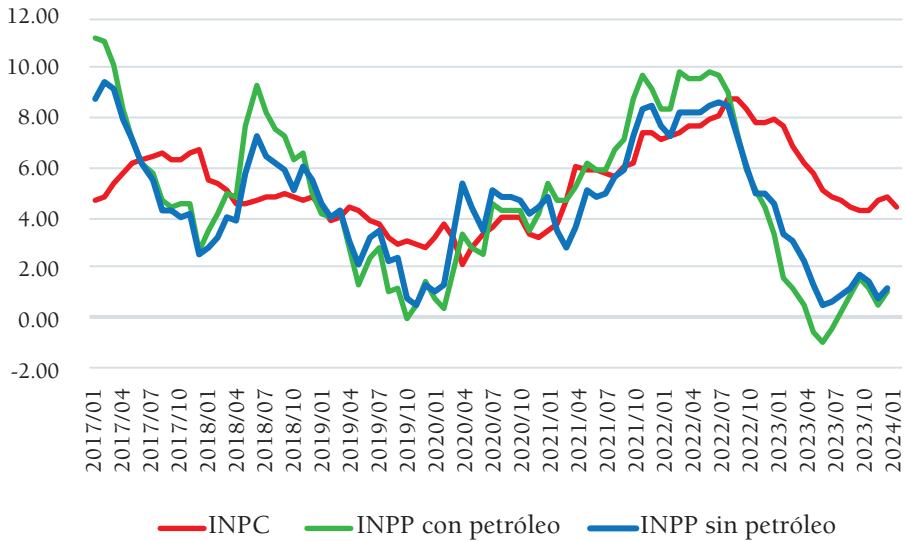
INFLACIÓN Y TRASPASO INFLACIONARIO: DINÁMICA

Los periodos prolongados de alta inflación retroalimentan las expectativas inflacionarias, lo que induce comportamientos especulativos sobre la persistencia de la inflación y favorecen el traspaso inflacionario. Porque una inflación persistentemente alta, permite al productor elevar los precios generando la denominada inflación de las ganancias, en especial por parte de los grandes corporativos, que aprovechan la oportunidad para trasladar completamente sus costos sin afectar sus márgenes de ganancia. O bien, los grandes aprovechan la percepción que la población ya tiene sobre el incremento en precios, lo que los hace más tolerantes a dichos incrementos, y de esta forma elevan sus ganancias vía alza de sus precios bajo el amparo mismo de la dinámica inflacionaria (European Commission, 2023). Por otro lado, los hogares responden a tasas de inflación más altas con reclamos salariales; y las empresas aprovechan para elevar sus precios y obtener mayores márgenes de utilidad para enfrentar mayores costos futuros. Los productores de algunos sectores podrían incluso intentar aumentar sus márgenes más allá de lo que estaría justificado por mayores costos de insumos, para recuperar plenamente las pérdidas previas de ingresos reales derivadas de los diversos shocks. Otra motivación podría ser el intento de crear reservas en un entorno de gran incertidumbre (European Central Bank, 2023). Con mercados de trabajo ajustados, el incremento en salarios se transmite más fácilmente al precio de venta, sobre todo en un entorno de inflación elevada y persistente (Bank for International Settlements, 2023).

En la gráfica 1 se puede observar que, durante el periodo de pandemia y hasta agosto del 2022, la inflación de precios al productor fue mayor a la del consumidor, lo que implica un efecto de absorción inflacionaria.

Es importante resaltar que cada componente en el proceso de producción y por ende en su costeo (formación de precios), puede ser inflacionario. Así tenemos, por ejemplo: el incremento en los costos de la materia prima, la escasez de insumos, el incremento en los salarios ante un mercado laboral estrecho, el incremento en las tasas impositivas, el incremento en las tasas de interés con el consecuente encarecimiento del dinero, y el incremento en las ganancias.

GRÁFICA 1
ÍNDICES DE PRECIOS



FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI.

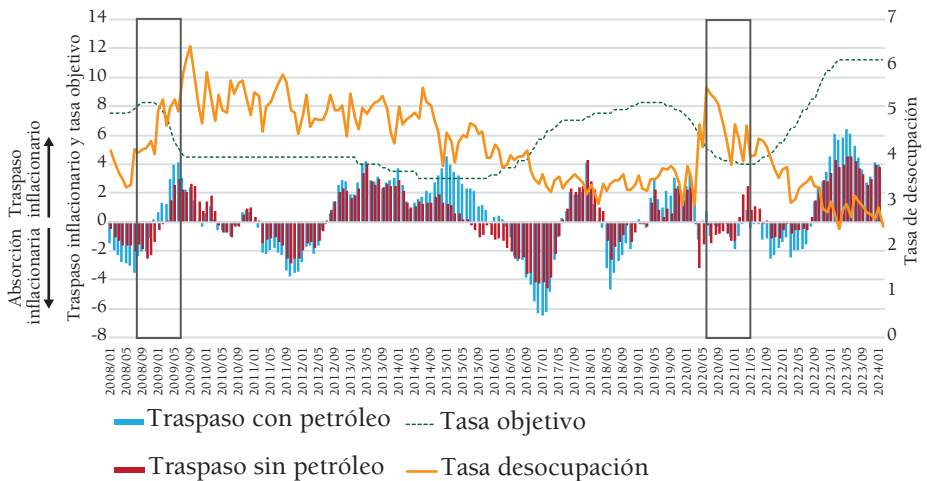
El poder de la empresa con sus trabajadores, proveedores y partes relacionadas, afecta el traspaso inflacionario. Así, por ejemplo, cuando existe estrechez del mercado laboral⁴ y por ende bajas tasas de desempleo, los salarios suben, favoreciendo un traspaso inflacionario al precio de venta. Por otro lado, en un escenario de recesión o crisis con estrechez de la oferta agregada⁵ favorece un efecto de traspaso inflacionario. En caso contrario, un consumo en contracción *versus* la elasticidad de la oferta favorece un efecto de absorción inflacionaria.

Hay que agregar que, en periodos de elevada inflación, existe un mayor traspaso inflacionario que puede intensificarse después de periodos de fuerte absorción inflacionaria, en un ciclo recurrente pero no periódico. México no ha sido la excepción a este fenómeno, como se puede observar con claridad en la gráfica 2 en la que se muestran los periodos recurrentes de absorción inflacionaria, con las columnas hacia abajo; o de traspaso inflacionario, con las columnas hacia arriba (eje izquierdo). Adicionalmente se agregó la tasa de desocupación (eje derecho) mostrando que, cuando ésta es baja, el incremento en costos no se puede absorber a través de los salarios (costing) debido a la estrechez del mercado laboral, en cuyo caso los salarios empiezan a subir generando un

traspaso inflacionario, como sucedió desde mediados del 2022 hasta marzo del 2024. Mientras que, en caso contrario, con altas tasas de desempleo como en 2020 y hasta mediados del 2022, el mercado laboral absorbe la inflación (los trabajadores tienen menor poder de negociación) y se genera precarización laboral mediante: intensificación de la jornada de trabajo, reducción de prestaciones, de bonos y compensaciones, y predominan los bajos salarios etc., porque la oferta de trabajo (trabajadores) es mayor a la demanda de trabajo por las empresas. Así durante la pandemia predominó la absorción inflacionaria.

En la misma gráfica 2 se agregó la tasa de interés objetivo, ya que ésta se eleva en periodos inflacionarios, generando una distribución de ingresos y riqueza a favor de los acreedores: en contra de los deudores, y a favor de los rentistas. Cuanto más elevada es la inflación, más alta es la tasa de interés objetivo, pero la relación directa y persistente entre el traspaso inflacionario y dicha tasa depende también de otras condiciones relacionadas con el ciclo económico. Así podemos observar en dicha gráfica que primero se observa un proceso de absorción inflacionaria durante las primeras etapas de incremento en la inflación y, por ende, de la tasa objetivo, mientras los productores consideran que dicho proceso inflacionario

GRÁFICA 2
TRASPASO O ABSORCIÓN INFLACIONARIA (INCP-INPP)



Columnas hacia arriba indican el INCP es mayor al INPP, y el incremento en costos se traslada al precio de venta. Columnas hacia abajo indican que el INCP es menor al INPP, y existe un efecto absorción de la inflación.

FUENTE: Cálculos propios con datos del INEGI y Banco de México.

es coyuntural, pero en cuanto la inflación muestra persistencia recurren al traspaso inflacionario.

La política monetaria a través del canal de precio de los activos modifica los precios de los instrumentos de deuda, instrumentos de renta variable y de bienes raíces, debido a que los flujos esperados se descuentan en función de las tasas de interés. Así a tasas altas, el valor presente disminuye, y a tasas bajas el valor presente aumenta, lo que repercute en el gasto de los hogares y de las empresas debido al efecto riqueza. El incremento en tasas de interés se convierte en una herramienta muy costosa para controlar la inflación, ya que impactan el precio de diversos activos financieros, pero también de activos fijos, además de las condiciones crediticias modificando la situación económica de acreedores y deudores.

Otro impacto de la política monetaria en el mercado laboral se presenta porque el acceso al crédito para adquirir maquinaria, equipo, materia prima etc., se encarece, bajando la rentabilidad de proyectos de inversión, desalentando la inversión productiva, la contratación de mano de obra, e incluso generando un proceso de disminución de salarios nominales por las presiones en el incremento del desempleo en el mercado laboral.

NOTAS:

¹ La tasa de interés se incrementó en 15 ocasiones desde junio de 2021 y hasta noviembre del 2023.

² Este nivel es el más alto históricamente desde que se utiliza como principal instrumento de política monetaria.

³ La tasa de interés objetivo se utiliza como principal instrumento de política monetaria desde enero del 2008.

⁴ Alta demanda de fuerza de trabajo y baja oferta de la misma.

⁵ Escasez de bienes y servicios, fractura de cadenas de suministro, incremento en costos de transporte e inelasticidad de la oferta, entre otros.

BIBLIOGRAFÍA

Ampudia Márquez, Nora C. (2018), “Hacia una nueva visión distributiva de la política monetaria”, en Calva, José Luis (coord.), *Macroeconomía del desarrollo con equidad*, México: Juan Pablos Editor, Consejo Nacional de Universitarios y Universidad Autónoma de Sinaloa.

Banco de México (octubre de 2007), *Informe sobre la Inflación, julio-septiembre 2007*, en: <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/%7B0FF2AB54-D3CE-FE77-06AF-EF349F8B99B6%7D.pdf>

- Banco de México (octubre de 2010), *Informe sobre la inflación: julio-septiembre 2010*, en: <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/%7B7085C03B-372E-2AD4-BDD6-740093272E46%7D.pdf>
- Bank for International Settlements (25 de june de 2023), *Annual Economic Report*, en: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e1.htm>
- European Comission (May de 2023), *European Economic Forecast: spring 2023. Institutional paper 200*, en: https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-05/ip200_en_1.pdf
- European Central Bank (30 de march de 2023), *How tit-for-tat inflation can make everyone poorer*, en: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230330~00e522ecb5.en.html>