



¿Política monetaria en México con dominancia fiscal?

Las tasas se mantienen bajas para ayudar a la política fiscal más que a la economía, dice Coutiño; quizá preocupe que un alza descuadre aún más las finanzas públicas, agrega el directivo de Moody's.

Por: Alfredo Coutiño* |

Miércoles, 11 de noviembre de 2015 a las 06:01

CIUDAD DE MÉXICO (CNNExpansión) — A pesar de que el peso mexicano ha sido golpeado fuertemente por la volatilidad financiera —al igual que todas las monedas latinoamericanas— el país aún se resiste a utilizar la tasa de interés como un segundo amortiguador para detener el drenaje de las reservas internacionales.

La economía avanza positivamente, y en cierta medida a mejores tasas que algunos países latinoamericanos.

Si la economía no necesita el estímulo monetario puesto que avanza a su tasa natural y el país continúa perdiendo reservas, ¿por qué las autoridades se resisten a normalizar la tasa de interés?

México es el único país latinoamericano —dentro de los cinco más grandes con bancos centrales independientes— que aún mantiene la tasa de interés en niveles históricamente bajos y sin cambio, al mismo tiempo es el mayor perdedor de reservas internacionales.

La dominancia fiscal

Ciertamente la inflación se mantiene por abajo del objetivo de 3%, pero la pérdida de reservas avanzó a una velocidad mensual de 2% del total en los últimos tres meses y el tipo de cambio puede empezar a presionar el alza a la inflación.

Por otro lado, si el banco central hizo más expansiva la política monetaria cuando la inflación estaba por encima de su objetivo e iba al alza en la segunda mitad del 2014, ¿por qué entonces no puede subir la tasa a pesar de que la inflación es baja?

Una posible respuesta es que la política monetaria enfrenta un caso de dominancia fiscal; es decir, las tasas se mantienen bajas para ayudar a la política fiscal más que al crecimiento de la economía.

La dominancia fiscal se presenta cuando un alto déficit público y un creciente endeudamiento limitan la habilidad del banco central para [determinar libremente la tasa de interés](#).

Es decir, implica una política monetaria acomodaticia ante un creciente déficit fiscal. En la realidad económica un caso de dominancia fiscal es aquel en que un alto déficit público induce a que la política

monetaria mantenga la tasa de interés baja a fin de no encarecer el financiamiento de la deuda pública y con ello evitar un mayor desequilibrio fiscal.

En este caso, la política monetaria se enfoca más en su contribución a las finanzas públicas y menos al crecimiento o a la inflación.

En presencia de dominancia fiscal la tasa de referencia generalmente se mantiene en un nivel menor al que tendría si la política monetaria fuera consistente con asegurar las condiciones de estabilidad presente y futura.

En el caso de una política monetaria con mandato uni-objetivo como la mexicana, la política monetaria debe enfocarse a preservar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, anticipando los riesgos que pudieran amenazar a la inflación y actuando en consecuencia.

En este sentido, a pesar de que la inflación aún se mantiene por abajo de su objetivo, la depreciación persistente y sostenida del peso —aunada a la pérdida de reservas— se convierte en una amenaza no solo para la inflación futura sino incluso para la estabilidad financiera del país. Es decir, a pesar de la pérdida de poder adquisitivo de la moneda, ¿por qué la política monetaria permanece sin cambio?

Resistencia a subir la tasa

México logró reducir su tasa de referencia a niveles históricamente bajos desde mediados de 2014, no como resultado de un éxito monetario, más bien gracias a las condiciones de liquidez global bombeada por los principales bancos centrales del mundo para ayudar a la recuperación mundial.

Este exceso de liquidez que en gran parte se colocó en mercados emergentes ocasionó una revaluación importante de las monedas y facilitó el descenso del costo del financiamiento, en mayor medida para la deuda pública cuyo costo se encuentra atado a la tasa de referencia del banco central.

Dado que dichas condiciones monetarias no convencionales tienen una naturaleza transitoria, es razonable esperar que tanto las monedas como las tasas de interés tiendan a normalizarse conforme se reviertan los capitales.

Subir las tasas hacia sus niveles normales es lo que ya han hecho o han empezado a hacer cuatro de los cinco países latinoamericanos con bancos centrales más independientes. Así, mientras que Brasil y Colombia ya tienen condiciones monetarias normalizadas y en territorio restrictivo, Chile y Perú ya han iniciado el ciclo de alza de tasas.

[México es el único país que se ha resistido a subir la tasa de interés](#) de referencia. Dado que el tipo de cambio es la única variable de ajuste, el país ha tenido que perder reservas para reducir la depreciación cambiaria.

En junio del 2014, en medio de condiciones inflacionarias al alza y con una tasa anual por encima del objetivo de 3%, el banco central decidió darle el último recorte a la tasa de interés para situarla en 3%.

Hacia finales del año y con el acercamiento del inicio del ciclo de alza de tasas por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, el peso mexicano empezó a sufrir fuertes presiones que lo llevaron a registrar una depreciación de poco más de 10% en la segunda mitad del año. Sin embargo, la tasa de interés se mantuvo sin cambio bajo el argumento de que la depreciación era un evento transitorio.

La realidad en 2015 ha demostrado que las presiones depreciatorias han sido más permanentes que transitorias, llevando al peso a depreciarse otro 12% en los primeros 10 meses del año.

A pesar de ello, la tasa de referencia sigue sin cambio y las reservas internacionales han caído en 17,000 millones de dólares en el año, alrededor de 9% del total acumulado a finales del 2014.

A pesar de que la inflación se mantiene por abajo de 3%, el riesgo de traspaso cambiario ha aumentado e incluso ha empezado a reflejarse en los precios de los bienes comerciables.

La economía continúa creciendo cerca de su tasa potencial entre 2% y 2.5%. El estímulo monetario prolongado ha probado ser inefectivo para acelerar el crecimiento más allá de su tasa natural, por lo que no se pierde nada si la política monetaria empieza a normalizarse para acercarse a la neutralidad. Los riesgos para la inflación son evidentes puesto que se está afectando la estabilidad del poder de compra de la moneda, pero las tasas de interés siguen sin cambio.

Una de las razones que pueden explicar la persistencia de mantener la tasa de interés sin cambio y en niveles tan bajos es la preocupación de que el alza de tasas empiece a descuadrar aún más las finanzas públicas y ello ocasione una aceleración del desequilibrio fiscal y consecuentemente de la razón de deuda a producto, lo cual no solo afectaría la percepción de los mercados sino que representaría un riesgo para la estabilidad del país.

Es decir, el comportamiento de la política monetaria parece responder más a un caso de dominancia fiscal.

Otra manera en que la política monetaria parece estar ayudando a la fiscal es a través de la ganancia cambiaria. Dejar que el peso absorba el mayor impacto de la volatilidad financiera permite que las reservas se vendan a un precio mayor que el precio al que se compraron.

Este diferencial de precios constituye un remanente cambiario, el cual por ley debe ser entregado al gobierno. Así, mientras más depreciado está el peso, mayor el remanente cambiario y menores son las presiones sobre las cuentas fiscales.

**Alfredo Coutiño es director para América Latina en Moody's Analytics. Las ideas expresadas son de la exclusiva responsabilidad del autor y de ninguna manera deberían ser atribuidas a la institución para la cual trabaja ni a CNNExpansión.*