

**“LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO AL INICIO DE UN AÑO COMPLEJO”.
INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL
BANCO DE MÉXICO, EN LA EGADE BUSINESS SCHOOL DEL TECNOLÓGICO DE
MONTERREY. Ciudad de México, 18 de enero de 2018.¹**

Me da mucho gusto tener la oportunidad de participar en este evento de inicio de cursos de la EGADE. Ya pasaron muchos años desde que tuve el honor de formar parte de la planta de maestros de esta prestigiosa Escuela. Mi agradecimiento a los organizadores por la invitación a compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la política monetaria en México en esta coyuntura tan especial.

La economía mexicana enfrenta un entorno externo con características mixtas. Por una parte, la economía mundial siguió mostrando durante 2017 una mejoría gradual, que se anticipa continúe a lo largo de este año. Los cálculos más recientes ubican el crecimiento económico global en 2017 en 3.7 por ciento, la cifra más alta de los últimos 6 años. Además, este repunte cíclico ha venido acompañado de una creciente generalización entre economías, tanto emergentes como avanzadas. En este entorno, se proyecta un nuevo fortalecimiento, aunque moderado, de la actividad económica global durante 2018.

Por su importancia para México, merece destacarse que esta trayectoria ha venido acompañada de un repunte tanto del comercio como de la producción industrial globales, y de una recuperación de los precios de las materias

¹ Las opiniones y puntos de vista expresados en este documento son responsabilidad del autor y no necesariamente representan la postura institucional del Banco de México o de su Junta de Gobierno en conjunto.

primas. En particular, se ha venido observando una tendencia alcista tanto de la producción industrial como del comercio exterior en Estados Unidos, y un aumento de los precios del petróleo. Este conjunto de factores ha estimulado el crecimiento de las exportaciones mexicanas.

Por otra parte, la economía mundial enfrenta diversos riesgos y retos, algunos de los cuales ya están incidiendo en el desempeño de ciertas variables económicas en México.

Entre estos, cabe señalar la incertidumbre en torno a la conducción de la política monetaria en algunas de las principales economías. Si bien la persistencia de bajas lecturas de inflación en los países avanzados ha generado la expectativa de procesos de normalización monetaria graduales por parte de sus respectivos bancos centrales, ante el potencial surgimiento de presiones sobre los precios que podrían derivarse de la sostenida reducción de los niveles de holgura en sus economías, no se pueden descartar sorpresas en este ámbito.

En Estados Unidos, este riesgo se ve acentuado por la reciente aprobación de medidas de estímulo fiscal. La información derivada de encuestas entre analistas y de instrumentos de mercado apuntan a entre dos y tres incrementos adicionales de la tasa de fondos federales en 2018. No obstante, esta podría seguir una trayectoria más pronunciada dado que la expansión fiscal se materializará en un contexto de indicadores que, en general, sugieren una situación de, o cercana al, pleno empleo. A lo anterior cabe agregar los potenciales retos para la inversión en México y otros países que podrían resultar de los recientes recortes impositivos en Estados Unidos.

En materia comercial, no se ha disipado el riesgo de que, por una parte, Estados Unidos y otros países adopten posturas de mayor proteccionismo que afecten los flujos internacionales de bienes, servicios y factores de producción. Naturalmente, en el caso de nuestro país la principal preocupación se deriva del resultado final de la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

Al mismo tiempo, aunque menor que hasta hace poco a la luz de los acuerdos recientes, persiste una elevada incertidumbre en cuanto a la relación económica y comercial futura del Reino Unido con la Unión Europea. A lo anterior cabe agregar los desafíos derivados de las tensiones geopolíticas en algunas regiones, así como de las dificultades de índole política y procesos electorales en diversos países.

La materialización de estos riesgos podría tener implicaciones de consideración para los mercados financieros internacionales, con consecuencias especialmente marcadas en las economías emergentes. Si bien los flujos de capital hacia estos países han seguido siendo impulsados en buena medida por un entorno de bajas tasas de interés y apetito por riesgo a nivel global, no se debe perder de vista la posibilidad de cambios abruptos en el sentir de los mercados ante sorpresas en los ámbitos mencionados o por otros motivos, tales como correcciones derivadas de una posible valuación excesiva de algunos activos de mayor riesgo, o problemas vinculados a vulnerabilidades en economías importantes, como la china.

La economía mexicana se ha ajustado de manera ordenada tanto a los retos derivados de este entorno externo como a otros de naturaleza interna. La

actividad económica ha continuado mostrando una expansión moderada, aunque con una tendencia de debilitamiento. La inversión se ha mantenido estancada, afectada tanto por el ajuste de las finanzas públicas como por la incertidumbre derivada, entre otros factores, de la futura relación económica con Estados Unidos.

De esta forma, el crecimiento de la economía ha sido apuntalado por el consumo privado y las exportaciones manufactureras, aunque con indicios de desaceleración en la primera de estas variables. Por el lado de la oferta, la producción industrial muestra una contracción como resultado de la debilidad de la producción de petróleo y la construcción. Al mismo tiempo, el sector servicios mantiene una tendencia al alza, si bien con cierta pérdida de dinamismo en meses recientes, explicada parcialmente por el efecto de los sismos de septiembre.

En virtud de los esfuerzos de reconstrucción en respuesta a los recientes desastres naturales y de la recuperación de la producción de petróleo, el crecimiento del PIB debería repuntar durante el cuarto trimestre del año. Con todo, se anticipa que la economía registre una desaceleración de alrededor de un punto porcentual durante 2017.

Es de esperarse que la actividad económica continúe creciendo a un ritmo moderado durante 2018, impulsada por una combinación de factores de demanda y oferta similar a la observada el año pasado. En mi opinión, este escenario enfrenta diversos riesgos. La falta de certeza en torno a las negociaciones del TLCAN, o un resultado adverso de las mismas, pueden incidir sobre la trayectoria de la inversión. Además, la posible incertidumbre derivada

del proceso electoral de este año en México podría reflejarse en la evolución de la demanda interna. En lo externo, si bien la economía mundial muestra una trayectoria en general favorable, como ya se señaló no se pueden descartar brotes de nerviosismo en los mercados financieros internacionales como resultado de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, especialmente ante la aprobación del paquete fiscal en ese país, eventos de naturaleza geopolítica u otros factores, que afecten el desempeño de la economía mexicana.

Según las estimaciones estadísticas, en la actualidad la brecha del producto es ligeramente negativa, proyectándose además su cierre a un ritmo gradual en el horizonte de influencia de la política monetaria. Otras variables sugieren también que la economía mexicana no enfrenta en este momento presiones significativas de demanda. Entre estas, cabe señalar el moderado nivel del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se estima disminuyó de 2.1 por ciento del PIB en 2016 a 1.7 por ciento en 2017; la desaceleración del financiamiento total en la economía, cuyo crecimiento en términos reales se redujo de cifras cercanas a 6 por ciento anual en 2016 a menos de 2 por ciento en los primeros nueve meses de 2017; la contracción de la masa salarial real a lo largo de 2017 y la ausencia de presiones salariales de consideración. Ahora bien, tomando en cuenta la pronunciada disminución del grado de holgura en el mercado laboral, será importante seguir evaluando cuidadosamente la posibilidad del surgimiento de riesgos en este frente.

En el caso de la inflación, estamos observando cifras por encima de lo anticipado hasta hace poco. De hecho, la esperada trayectoria descendente de la inflación durante los últimos meses de 2017 no se materializó. Este

comportamiento se explica por la evolución del componente subyacente y, de manera más importante, del no subyacente. Por una parte, la inflación subyacente se ha visto afectada por un tipo de cambio del peso frente al dólar más débil de lo previsto, aumentos de costos derivados de los mayores precios de los energéticos, los incrementos del salario mínimo y efectos de base de comparación en los precios de las telecomunicaciones, entre otros factores. En el caso de la inflación no subyacente, su trayectoria ha sido determinada particularmente por las presiones derivadas de los precios del gas LP, la gasolina y diversos productos agropecuarios.

En este contexto, si bien continúa proyectándose una caída importante de la inflación durante 2018, el panorama para la evolución de los precios durante el año se ha deteriorado. Así, aunque en una magnitud moderada, las expectativas de inflación para el cierre de 2018 se han ajustado al alza. En el caso de las de largo plazo, aquellas basadas en encuestas se mantienen por encima de la meta, pero estables alrededor de 3.5 por ciento.

Respecto a un escenario de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento a finales de 2018, el balance de riesgos mantiene un sesgo al alza. Es probable que el tipo de cambio del peso continúe mostrando volatilidad durante los próximos meses, como resultado, entre otros factores, del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la reforma fiscal en ese país, la evolución de las negociaciones del TLCAN y el proceso electoral de este año en México. Por otra parte, las proyecciones de una fuerte caída de la inflación no subyacente en 2018, indispensable para alcanzar la meta al cierre del año, están sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Cabe señalar, asimismo, que los diferenciales entre las tasas de interés nominales y

reales sobre valores gubernamentales apuntan a riesgos al alza para la inflación en el largo plazo.

Durante las últimas semanas, el tipo de cambio del peso frente al dólar ha mostrado fluctuaciones importantes, manteniéndose en niveles elevados. En dicho comportamiento han influido factores de naturaleza tanto interna como externa, destacando entre ellos los cambios de sentimiento en torno a las negociaciones del TLCAN, las expectativas sobre la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la aprobación de la reforma fiscal en ese país, la percepción de una actitud más cautelosa del Banco de México y la evolución del apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales.

En un contexto de mayores presiones inflacionarias y un balance de riesgos al alza para la inflación, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió en diciembre de 2017 aumentar el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en 25 puntos base, a un nivel de 7.25 por ciento. De esta forma, desde diciembre de 2015 la tasa de interés de política monetaria se ha incrementado en 425 puntos base.

En la actualidad, la tasa de interés real *ex ante* de política monetaria registra un nivel de 3.29 por ciento. Las estimaciones para la tasa de interés neutral de referencia en el largo plazo ubican a esta en un rango de 1.7 a 3.3 por ciento en términos reales.² Si bien estos cálculos están sujetos a un elevado grado de incertidumbre, lo anterior sugiere que, al ubicarse dentro del rango de estimación de la tasa neutral, no es posible afirmar que la política monetaria

² La tasa de política monetaria se considera neutral cuando se encuentra en niveles congruentes con una actividad económica cercana a su potencial en un entorno de inflación estable.

esté teniendo un efecto restrictivo en la actividad económica. En todo caso, es evidente que los costos para esta de una respuesta tardía y/o insuficiente de parte del Banco Central a presiones inflacionarias como las que hemos visto en los dos últimos años, serían muy superiores a los resultantes del efecto de un apretamiento oportuno y adecuado de la política monetaria.

Cabe señalar que, además de los impactos de la depreciación del tipo de cambio y diversos choques de oferta sobre los precios, las acciones del Banco de México han respondido a la tendencia al alza de las tasas de interés en Estados Unidos. En virtud de la estrecha relación de la economía mexicana con la estadounidense, el grado de apertura de nuestro país a flujos del exterior y el entorno de incertidumbre que enfrentamos, en ausencia de una acción cuando menos equivalente de la política monetaria en México, seguramente se habría observado una depreciación mayor del peso y, por este medio, presiones adicionales sobre la inflación.

Como lo muestra la estabilidad de las expectativas de inflación de largo plazo, las medidas de política monetaria han permitido evitar efectos de segundo orden de los choques de oferta sobre los precios. Al mismo tiempo, estas acciones han contribuido a un aplanamiento de la curva de rendimientos y a ampliar de manera sustancial el diferencial de tasas de interés con Estados Unidos a lo largo de la curva.

No obstante que no es de esperar que se presenten presiones significativas de demanda sobre los precios a lo largo de 2018, existe el riesgo de que choques recientes o futuros den lugar a un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo. En particular, como ya se señaló, existe la posibilidad de que el

escenario que enfrente la economía en los próximos meses implique una volatilidad elevada del tipo de cambio, especialmente durante el primer semestre del año. Asimismo, el descenso del ritmo de crecimiento de las cotizaciones de diversos productos que han afectado a la inflación no subyacente pudiera ser más lento de lo previsto. Por tanto, puede ser necesario aumentar nuevamente la tasa de referencia en el futuro cercano. Por supuesto, el Banco de México debe estar preparado para tomar las acciones que correspondan, tan pronto como se requiera.

En mi opinión, en este proceso la implementación de la política monetaria deberá tomar cuidadosamente en cuenta, por una parte, los elevados niveles de inflación, la persistencia de esta y los riesgos a los que se hace frente y, por la otra, la fase de desaceleración por la que está atravesando la economía, la expectativa de que no se presentarán presiones de demanda sobre los precios durante el periodo de influencia de la política monetaria y la naturaleza de los factores que están afectando la inflación.

En términos generales, durante los próximos meses la política monetaria tendrá que seguirse ajustando conforme las circunstancias lo requieran, de tal forma que se logre la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que permita preservar la credibilidad de la política monetaria y tomar debidamente en consideración la necesidad de que este proceso implique el menor costo posible para la actividad económica. No está por demás enfatizar que bajo ninguna circunstancia debe permitirse que se vea debilitada la credibilidad del Banco Central.