

**“LA POLÍTICA MONETARIA EN UN ENTORNO DE FLUJOS DE CAPITAL VOLÁTILES”. INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO. SCOTIABANK GLOBAL CENTRAL BANK & PUBLIC INSTITUTIONS CONFERENCE. Miami, 6 de abril de 2017.<sup>1</sup>**

Me da mucho gusto participar en este evento. Mi agradecimiento a Scotiabank y en particular a Alejandro García por la invitación.

Las economías emergentes se han enfrentado durante mucho tiempo al desafío de implementar la política monetaria bajo un entorno de flujos de capital volátiles. Con la globalización y la consecuente mayor integración de la economía mundial, las dificultades evidentemente se han agudizado. Como es bien sabido, la combinación de varios factores, entre ellos la liberalización de los mercados financieros, la eliminación generalizada de controles a los flujos de capital y el desarrollo de la tecnología financiera, ha generado un marcado incremento en las transacciones financieras internacionales en décadas recientes.

Las complejidades derivadas de estas tendencias se han acentuado sustancialmente como resultado de la crisis financiera mundial. Las presiones generadas por la crisis obligaron a los bancos centrales de muchas economías avanzadas a reducir significativamente sus tasas de interés de corto plazo, incluso a niveles negativos, lo que dio lugar a su vez a cifras históricamente bajas para las tasas de interés de largo plazo. Esta situación condujo a una activa búsqueda de rendimientos y a un incremento de los flujos de capital a

---

<sup>1</sup> 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.

los mercados emergentes, generando desafíos para la estabilidad macroeconómica y financiera de estos países. En la medida en que la situación en las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, ha empezado a mejorar, las economías emergentes se han visto en la necesidad de afrontar el reto opuesto, es decir, un endurecimiento de las condiciones financieras externas, episodios de salidas de capital, aunque en un contexto de fluctuaciones pronunciadas, con las correspondientes presiones sobre la estabilidad interna y externa. La situación se ha complicado aun más por la adopción de posturas de política monetaria divergentes entre las principales economías avanzadas y por episodios recurrentes de turbulencia.

Naturalmente, los retos derivados de la crisis financiera mundial no terminan aquí. Por un lado, la crisis ha generado efectos de largo plazo en la economía mundial, entre ellos una menor tasa de crecimiento potencial, una caída de los precios de las materias primas y un aumento significativo de la incertidumbre global, entre otros, que han deteriorado considerablemente el entorno externo para las economías emergentes. Por otra parte, los costos derivados de la crisis han fomentado el surgimiento de posturas anti-globalización, que amenazan con socavar el progreso económico logrado a lo largo de muchas décadas de esfuerzos.

Al mismo tiempo, la crisis ha generado interrogantes acerca de nuestra capacidad de entendimiento de la teoría económica en general, y de la política monetaria en particular. Por ejemplo, se ha hecho cada vez más evidente que si bien la posibilidad de contar con una política monetaria independiente es mayor bajo tipos de cambio flexibles, estos regímenes también implican costos que limitan el grado de autonomía del que puede gozar un banco central.

Además, han surgido dudas sobre los esquemas más apropiados para la implementación de la política monetaria en las circunstancias actuales, los méritos de medidas de intervención en el mercado cambiario, el papel que la política monetaria debe jugar en la estabilidad financiera, y el uso de controles de capital como instrumento para contrarrestar los efectos adversos de la volatilidad de los flujos de capital, entre otras.

¿Cómo ha respondido la política monetaria en México a dichos desafíos?

Actualmente, la implementación de la política monetaria en México se basa en cuatro pilares.

Primero, en la existencia de un banco central autónomo con el mandato de procurar un nivel de inflación bajo y estable. Ambas características, así como la importante salvaguarda de que ninguna autoridad podrá ordenar al Banco de México conceder financiamiento, están estipuladas en la Constitución.

Segundo, en la adopción de un régimen de objetivos de inflación, con un objetivo específico para la inflación general de 3 por ciento anual dentro de un intervalo de variabilidad de +/- 1 por ciento, y en el que se busca lograr la convergencia a la meta de inflación al menor costo posible en términos de actividad económica.

Tercero, en el compromiso con la transparencia y una comunicación clara y efectiva de las acciones y objetivos del banco central.

Cuarto, en el principio de que, en una situación de gran incertidumbre, existen claras ventajas de un enfoque que enfatice la prudencia y la disposición a actuar de forma preventiva cuando esto se considere conveniente.

Naturalmente, el logro eficiente de los objetivos macroeconómicos requiere de un enfoque de política balanceado. Cabe señalar, por ejemplo, que la crisis financiera mundial ha evidenciado los costos derivados de una respuesta que descansa excesivamente en la política monetaria. En el caso de México, dos elementos son centrales en este sentido:

- La implementación de medidas encaminadas a promover un funcionamiento ordenado del mercado cambiario, en el contexto de una pronunciada depreciación y alta volatilidad de la paridad peso-dólar. Con el respaldo de un cómodo nivel de reservas internacionales y una Línea de Crédito Flexible con el FMI, las acciones adoptadas por la Comisión de Cambios<sup>2</sup> han variado según las circunstancias, y han incluido intervenciones pre-anunciadas o bien, de manera esporádica, discrecionales en el mercado cambiario y, más recientemente, la introducción de un mecanismo de cobertura de riesgos cambiarios por un monto total de hasta USD 20,000 millones, que de hecho no implica el uso de reservas internacionales. Esta última medida ha contribuido a la significativa apreciación del peso en semanas recientes.

Es importante destacar que este enfoque es totalmente congruente con un régimen de tipo de cambio flexible, que desempeña un papel clave como amortiguador de choques, y que opera bajo la premisa de que el nivel de la paridad real de equilibrio debe ser determinado por las

---

<sup>2</sup> Integrada por representantes del Banco de México y de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

fuerzas del mercado y el valor de la moneda nacional sustentado principalmente por los fundamentos económicos del país.

- En el contexto de un aumento de la deuda pública como porcentaje del PIB, se ha anunciado un importante ajuste fiscal para 2017 y años subsecuentes. La implementación estricta de estas medidas debería permitir mayor flexibilidad en la conducción de la política monetaria y, en consecuencia, un ajuste económico más eficiente ante un entorno externo adverso.

El papel de la política monetaria en la preservación o restauración de la estabilidad financiera es un tema sujeto a debate. La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria pero no suficiente para la estabilidad financiera y, sin duda, la política monetaria es un elemento clave en este sentido. No obstante, más allá de lo anterior, el papel de la política monetaria en este ámbito no siempre resulta claro. En mi opinión, aunque puede haber situaciones en las que las acciones de política monetaria pueden ser orientadas al logro de la estabilidad financiera, con frecuencia su impacto en el resto de la economía, más allá del sector financiero, harán de ella un instrumento poco adecuado e ineficiente. Por tales razones, a menudo será mejor procurar este objetivo a través de la implementación de medidas macroprudenciales, diseñadas específicamente para prevenir riesgos a la estabilidad del sistema financiero y que, en general, no tienen consecuencias más allá del propósito para el que fueron creadas. Adicionalmente, es preciso tomar en cuenta que la estabilidad financiera es un objetivo complejo, que muchas veces requerirá, además del uso de instrumentos macroprudenciales,

de acciones en materia fiscal, monetaria y microprudencial. El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF), creado en México a mediados de 2010 y que incluye a todas las autoridades a cargo de la supervisión y regulación financiera en el país, constituye un esfuerzo en esta dirección.

Por supuesto, las perniciosas implicaciones de la volatilidad de los flujos de capital externo sobre la estabilidad macroeconómica y financiera son difíciles de evitar. En este contexto, ha venido ganando adeptos la posible implementación de medidas para el “manejo” de los flujos de capital desde y hacia la economía. Sin embargo, los controles de capital normalmente generan distorsiones que nulifican o contrarrestan sus potenciales beneficios, y los mercados siempre encuentran, de una u otra forma, un camino para eludirlos. Consecuentemente, en el caso de México, este no ha sido considerado un curso de acción viable y la economía sigue siendo una de las más abiertas a los flujos de capital entre las emergentes.

El enfoque que acabo de describir ha permitido que una implementación flexible de la política monetaria en México con resultados satisfactorios. Permítanme ilustrar esto con la experiencia de años recientes.

Como consecuencia de la crisis financiera global, la actividad económica, tanto en México como en otras economías emergentes, se vio sujeta a considerables presiones a la baja. En respuesta, el Banco de México emprendió un agresivo ciclo de recortes a la tasa de política monetaria que, durante el periodo que va de enero a julio de 2009, llevaron a una reducción de dicha tasa de casi 400 puntos base. En lo anterior también influyó el relajamiento de la postura monetaria en Estados Unidos, como resultado de la disminución de la tasa de

fondos federales en alrededor de 500 puntos base durante el periodo septiembre de 2007-diciembre de 2008.

Posteriormente, tras un periodo relativamente prolongado en el cual la postura de política monetaria permaneció sin cambios, entre marzo de 2013 y junio de 2014 la tasa de referencia se redujo en 150 puntos base adicionales. La combinación de una brecha del producto negativa, condiciones financieras externas relajadas<sup>3</sup> (excluyendo el episodio conocido como “*taper tantrum*” de mediados de 2013), y un tipo de cambio en general estable, permitieron que se alcanzaran, simultáneamente, tanto tasas de inflación como de política monetaria históricamente bajas. En específico, la tasa de interés de referencia se mantuvo constante en su nivel mínimo histórico de 3 por ciento por poco más de año y medio, mientras que la tasa de inflación general se redujo por debajo de la meta de 3 por ciento.<sup>4</sup>

En fechas más recientes, al iniciarse la normalización de tasas de interés en Estados Unidos en diciembre de 2015, las tasas de interés en México iniciaron una tendencia al alza. Esto responde a una combinación de factores, incluyendo los aumentos de la tasa de fondos federales en Estados Unidos, pero también la respuesta preventiva por parte del Banco de México en 2016 ante el potencial impacto sobre los precios internos de la significativa depreciación del peso y, desde principios de 2017, la necesidad de evitar efectos de segundo orden provenientes de un alza de la inflación originada por

---

<sup>3</sup> La Reserva Federal se apegó durante la mayor parte de este periodo a una postura de política monetaria acomodaticia, ya que el objetivo para la tasa de fondos federales se mantuvo en un rango de 0 a 0.25 por ciento de diciembre de 2008 a diciembre de 2015, además de que se implementaron varias rondas de relajamiento cuantitativo en ese lapso.

<sup>4</sup> La tasa de crecimiento anual del INPC registró cifras inferiores a 3 por ciento de mayo de 2015 a septiembre de 2016.

la liberalización de los precios de los energéticos, el ajuste al salario mínimo y un efecto más evidente del traspaso de la depreciación cambiaria a los precios.<sup>5</sup> De este modo, de fines de 2015 a marzo de 2017, la tasa de referencia se incrementó en ocho ocasiones, a un nivel de 6.5 por ciento.

El esquema de política monetaria adoptado en México ha sido fundamental para preservar la estabilidad macroeconómica en un entorno de flujos de capital altamente volátiles y de choques externos severos, tales como el desplome de los precios del petróleo, episodios de incertidumbre en los mercados financieros globales relacionados con factores geopolíticos o de otra naturaleza, el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y los resultados del proceso electoral en ese país. Asimismo, junto con las políticas micro y macroprudenciales implementadas a lo largo de muchos años, dicho esquema ha contribuido a preservar la estabilidad financiera. Sin duda, persisten muchos retos. El más evidente en el corto plazo es garantizar que el aumento reciente de la inflación no afecte las expectativas de inflación a mediano y largo plazo, así como el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, vale la pena subrayar que el hecho de que el impacto de los choques más recientes sobre los precios se haya concentrado fundamentalmente en las expectativas de inflación de corto plazo, y de que se anticipe una caída fuerte de la inflación a partir de principios de 2018, demuestra los méritos de las acciones tomadas hasta ahora y, en general, la credibilidad de la política monetaria. Por otra parte, es evidente que la política monetaria en México seguirá implementándose bajo condiciones cambiantes

---

<sup>5</sup> La inflación general, medida por el INPC, aumentó a 5.29 por ciento a tasa anual en la primera quincena de marzo de 2017.



y de mucha incertidumbre. Por lo tanto, el Banco Central deberá estar preparado para modificar la postura de política monetaria conforme lo ameriten las circunstancias, para garantizar el cumplimiento eficiente de su mandato.