

INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, EN EL PANEL “REFORMULANDO LA POLÍTICA MONETARIA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES Y LA NECESIDAD DE COORDINACIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS”. CONFERENCIA SOBRE EL ENTORNO GLOBAL Y RETOS DE POLÍTICA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES, ORGANIZADA POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DE TURQUÍA. Antalya, Turquía, 2 de diciembre de 2017.¹

En buena medida como resultado de las dificultades derivadas del estallido de la crisis financiera mundial, la coordinación de políticas macroeconómicas ha venido cobrando una mayor relevancia en los últimos años. Lo anterior se manifiesta en dos dimensiones. Internamente, un contexto caracterizado por tasas de inflación persistentemente bajas y riesgos deflacionarios, un anémico crecimiento o franca contracción económica, así como políticas monetarias restringidas por tasas de interés cercanas a cero, particularmente en las economías avanzadas, subraya la necesidad de recurrir, de manera simultánea, a diferentes instrumentos de política para hacer frente a esta situación.² En una segunda dimensión, las cada vez más extendidas y complejas interconexiones en la economía mundial, derivadas a su vez del continuo proceso de globalización económica y financiera, han incrementado el potencial de efectos indirectos y de búmeran asociados a las acciones de política en las principales economías, lo que pone de relieve la importancia de coordinar acciones también a nivel internacional bajo ciertas circunstancias, por ejemplo, ante la presencia de choques globales.

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

² Véase Jazbec, Boštjan y Biswajit Banerjee (2017): “Rethinking Monetary-Fiscal Policy Coordination”, Seminario organizado conjuntamente por el Banco de Eslovenia y el Fondo Monetario Internacional.

Si bien estos argumentos aplican fundamentalmente a las economías avanzadas, es claro que la importancia de una adecuada coordinación de políticas macroeconómicas es hoy en día más apremiante también para las economías emergentes. De hecho, los desafíos derivados de la globalización pudieran ser aun más agudos para estos países. Además, la respuesta de política en las economías avanzadas a la crisis financiera mundial ha aumentado drásticamente la volatilidad de los flujos de capital hacia las emergentes, con episodios de fuertes influjos alternándose con otros de abruptas salidas. Al mismo tiempo, la crisis ha disminuido el crecimiento potencial de la economía mundial, acentuado el sentimiento en contra de la globalización y, en general, incrementado de manera significativa la incertidumbre.

En vista de lo anterior, los siguientes comentarios se centran en la dimensión interna de la coordinación de políticas en las economías emergentes, incluyendo medidas fuera del ámbito estrictamente macroeconómico.

Las ventajas de un enfoque de política coordinado y balanceado se sustentan en una serie de beneficios. Entre estos, merece la pena destacar la posibilidad de aprovechar las sinergias generadas por la simultánea implementación de acciones de política en varios frentes.³ Además, el seguimiento de una estrategia apoyada en múltiples pilares reduce la probabilidad de agotar el espacio de maniobra de los instrumentos de política cuando estos se utilizan

³ Véase Gaspar, Vitor, Maurice Obstfeld y Ratna Sahay (2016): "Macroeconomic Management When Policy Space is Constrained: A Comprehensive, Consistent, and Coordinated Approach to Economic Policy", IMF Staff Discussion Note No. 16/09, September.

de manera aislada,⁴ mientras que los posibles efectos adversos de la implementación de ciertas medidas pueden ser compensados con acciones en otros frentes.

Desde la perspectiva de la política monetaria, ¿cuáles son las áreas clave de coordinación que merecen ser destacadas?

Cabe mencionar en primer lugar a la política cambiaria. En teoría, los regímenes de tipo de cambio flexible permiten a los países implementar políticas monetarias autónomas. Además, dichos regímenes son ampliamente considerados como un mecanismo eficiente para el ajuste de la economía a choques externos. No obstante, la volatilidad de los flujos de capital entre países ha generado importantes fluctuaciones de los tipos de cambio y, por tanto, dudas respecto a la medida en que un tipo de cambio flexible puede aislar a la economía de acontecimientos externos. En particular, variaciones pronunciadas de la paridad cambiaria pueden tener efectos de consideración sobre el sector real, los precios internos y el sistema financiero, sobre todo en las economías emergentes. Claramente, ello no implica que los regímenes de libre flotación deban ser descartados en favor de esquemas alternativos sino, más bien, la necesidad de realizar mayores esfuerzos para mejorar la eficiencia de los tipos de cambio flexibles durante episodios de elevada volatilidad. A este respecto, una medida frecuentemente adoptada es el uso temporal de mecanismos complementarios de intervención que apoyen un adecuado funcionamiento del mercado cambiario.⁵

⁴ Véase Davig, Troy y Refet S. Gürkaynak (2015): "Is Optimal Monetary Policy Always Optimal?", Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Paper No. 15-05, July.

⁵ Véase Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro (2013): "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular", IMF Staff Discussion Note No. 13/03, April.

La política fiscal es un segundo aspecto crucial de coordinación para la política monetaria. La disminución de los márgenes de maniobra tras la crisis financiera mundial, en combinación con el fin de un periodo de elevados precios de los productos primarios, ha limitado de manera importante el papel de la política fiscal en muchas economías emergentes. A la luz de la evidencia disponible, tanto teórica como empírica, sobre los efectos negativos que posiciones fiscales débiles pueden tener sobre el desempeño de la economía a través, por ejemplo, de su impacto sobre las expectativas de inflación, las tasas de interés y los tipos de cambio,⁶ no debería sorprender que la respuesta típica de política en estos países haya buscado favorecer el restablecimiento del espacio fiscal aun bajo circunstancias de debilidad de la actividad económica.⁷ De hecho, los efectos potencialmente compensatorios sobre esta última derivados de una mayor credibilidad en el marco de política macroeconómica, así como de las menores presiones al alza sobre las tasas de interés, tanto observadas como esperadas, brindan una justificación adicional para dicha respuesta de política. Sin embargo, no se debe soslayar la utilidad de medidas de corte fiscal para contrarrestar los efectos de choques negativos sobre nuestras economías, particularmente en un contexto de cuentas fiscales sólidas.

⁶ Véase Sargent, Thomas, Noah Williams y Tao Zha (2009): “The Conquest of South American Inflation”, *Journal of Political Economy* Vol. 117(2):211-256, April; Bianchi, Francesco y Cosmin Ilut (2017): “Monetary/Fiscal Policy Mix and Agents’ Beliefs”, *Review of Economic Dynamics* Vol. 26:113-139, October; y Woodford, Michael (2001): “Fiscal Requirements for Price Stability”, *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 33(3):669-728, August.

⁷ Véase Végh, Carlos, Luis Morano, Diego Friedheim y Diego Rojas (2017): “Between a Rock and a Hard Place: The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean”, *World Bank LAC Semiannual Report*, October.

La implementación activa de medidas directamente orientadas al sector financiero representa un tercer elemento fundamental en un paquete coordinado de políticas. En particular, como lo demuestra la experiencia, un sistema financiero saludable es de vital importancia para el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De hecho, fallas en el restablecimiento del adecuado funcionamiento del sector financiero en caso de interrupciones severas en el mismo representarían una fuerte carga para la política monetaria. Asimismo, en situaciones de fragilidad en el sistema financiero, los márgenes de maniobra para la política monetaria, por ejemplo, la posibilidad de incrementar las tasas de interés ante presiones inflacionarias, pudieran verse disminuidos.

Por otro lado, las vulnerabilidades y desbalances financieros generados por la adopción de una postura relajada de política monetaria, sobre todo si esta se mantiene por un periodo prolongado, pueden combatirse mediante políticas micro y macroprudenciales. En sentido inverso, situaciones que requieran de una política monetaria más restrictiva, pero para las cuales se desea un efecto más moderado sobre el sector real, pudieran justificar un relajamiento simultáneo de medidas prudenciales que estimulen la actividad económica mediante un mayor acceso al crédito, siempre y cuando la salud y estabilidad del sistema financiero permanezcan dentro de márgenes seguros.⁸

Por último, aunque por lo general operan en un horizonte de más largo plazo, las reformas estructurales también deben ser un componente estratégico de

⁸ Véase García-Cicco, Javier, Markus Kirchner, Julio Carrillo, Diego Rodríguez, Fernando Pérez, Rocío Gondo, Carlos Montoro y Roberto Chang (2017): “Financial and Real Shocks and the Effectiveness of Monetary and Macroprudential Policies in Latin American Countries”, BIS Working Paper No. 668, October.

un enfoque coordinado de política en las economías emergentes. Al proporcionar incentivos para mejorar el funcionamiento de los mercados internos, tanto de insumos como de productos, incrementar su competitividad, y fortalecer las instituciones dentro de las cuales estos operan, las políticas enfocadas en mejorar aspectos estructurales de la economía aumentan tanto su eficiencia como su potencial productivo.

De esta forma, una implementación exitosa de reformas estructurales puede incrementar los márgenes de maniobra en otras áreas de política. Por ejemplo, una expansión de la capacidad productiva puede compensar el impacto potencialmente adverso de políticas fiscales y monetarias restrictivas sobre la actividad económica; la mayor competencia y eficiencia derivadas de reformas estructurales disminuir las presiones inflacionarias; y el posible incremento de los ingresos fiscales en un contexto de mayor crecimiento económico, tanto observado como potencial, reducir los niveles de endeudamiento público como proporción del PIB.

Desde luego, la implementación de las políticas de ajuste estructural debe superar diversos retos y es posible que enfrente cierta resistencia, sobre todo por los efectos redistributivos, tanto a través del tiempo como entre sectores, inherentemente ligados a ellas. Por tanto, con frecuencia será importante acompañar las acciones en este ámbito de otras que, de manera coordinada, contrarresten algunos de sus efectos no deseados. Por ejemplo, un relajamiento fiscal y monetario puede reducir los costos de corto plazo para la actividad económica asociados al proceso de ajuste de la economía tras una reforma estructural, mientras que el fortalecimiento de la red de seguridad

social y la puesta en vigor de otros programas específicos puede mitigar los costos durante la transición.

Permítanme referirme a continuación a la experiencia de México en relación con el papel de los esfuerzos de política en las áreas antes mencionadas, en la superación de los retos macroeconómicos que el país ha enfrentado en años recientes.

Desde principios de 2017, las presiones inflacionarias en México han aumentado de manera significativa ante la fuerte depreciación del peso y la materialización de un número importante de choques de oferta. Así, la tasa de crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor aumentó de 3.36 por ciento en diciembre de 2016 a 6.59 por ciento en la primera quincena de noviembre de este año. La respuesta del Banco de México a dichos eventos ha sido agresiva ya que, desde diciembre de 2015, la tasa de referencia se ha incrementado en 400 puntos base, alcanzando 7.0 por ciento en la actualidad.

Si bien la tarea no está concluida, los resultados obtenidos hasta la fecha pueden considerarse satisfactorios, en virtud de que se anticipa que la inflación se reduzca de manera significativa en 2018, al tiempo que las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables. De igual manera, se ha preservado la estabilidad macroeconómica, en el contexto de una fuerte caída de los precios del petróleo, períodos de incertidumbre en los mercados financieros internacionales, aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, y los resultados del proceso electoral del año pasado en ese país. Al mismo tiempo, la actividad económica ha mostrado resiliencia ante los

choques que se han presentado, lo que ha permitido tasas de crecimiento moderadas.

No obstante, es importante subrayar que estos resultados se han beneficiado también del uso de instrumentos de política en otros ámbitos. En específico:

1. Dada la alta volatilidad del tipo de cambio, se han implementado varias medidas para garantizar condiciones adecuadas de operación en el mercado cambiario. En particular, la Comisión de Cambios ha introducido un mecanismo para la cobertura de riesgos cambiarios por hasta 20,000 millones de dólares que no involucra el uso de reservas internacionales. Esta estrategia es congruente con un régimen cambiario flexible que funciona como amortiguador de choques, permite que las fuerzas del mercado determinen el tipo de cambio real de equilibrio, y se sustenta en la premisa de que el valor de la moneda esté determinado primordialmente por los fundamentos económicos.
2. Los retos para la implementación de la política monetaria en México se exacerbaron, particularmente durante 2014 y 2015, como resultado de preocupaciones en torno a la posición fiscal del país en vista del importante incremento de la deuda pública. Sin embargo, las autoridades fiscales han adoptado una estrategia de consolidación de las finanzas públicas, que ya está redundando en 2017 en un superávit primario y una disminución del endeudamiento público como proporción del PIB por primera vez en una década. De acuerdo con las proyecciones más recientes, cabe esperar que, en el futuro previsible, este indicador continúe registrando una tendencia a la baja. No obstante, también es cierto que las finanzas públicas aún enfrentan

retos de consideración a largo plazo que deberán ser atendidos de manera oportuna.

3. En buena medida gracias a los continuos esfuerzos llevados a cabo durante varias décadas, que han cobrado un mayor impulso desde la crisis financiera mundial, el sistema financiero mexicano es rentable, cuenta con niveles adecuados de liquidez y se encuentra bien capitalizado, además de estar respaldado tanto por un relativamente bajo endeudamiento del sector privado, incluyendo los hogares, como por la ausencia de riesgos evidentes de naturaleza sistémica. Lejos de representar un obstáculo para su implementación, la fortaleza de nuestro sistema financiero ha demostrado ser un importante activo para la política monetaria en México, pues ha permitido la operación eficiente de sus mecanismos de transmisión, así como un fuerte incremento de las tasas de interés sin generar efectos secundarios adversos de consideración para los bancos y otras instituciones financieras.
4. Las políticas orientadas al cambio estructural de un amplio número de sectores de la economía han logrado importantes avances en los últimos años. Aunque aún pudiera ser demasiado pronto para evaluar de manera conclusiva los esfuerzos realizados en este ámbito, al encontrarse la mayor parte de estas reformas todavía en su fase de implementación, algunos resultados positivos ya son evidentes. De particular relevancia para la política monetaria son los efectos favorables que una mayor competencia en algunos mercados clave, especialmente en las telecomunicaciones, han tenido sobre la evolución

de los precios internos, tanto directa como indirectamente. La reforma estructural de la economía mexicana es un proyecto de largo plazo que tardará varios años en materializarse plenamente, cuyo potencial se encuentra sujeto a su correcta implementación, y que requiere de esfuerzos complementarios en otras áreas. Sin embargo, es alentador que dicho proceso esté, en buena medida, respondiendo a las expectativas que ha generado.

En suma, es indudable que la adopción de un enfoque de política basado en diversos instrumentos ha atenuado la magnitud de los retos enfrentados por la política monetaria en México. Sin embargo, como sería de esperarse, dichos retos no se han erradicado por completo. En la coyuntura actual, el país está atravesando por una desaceleración de la actividad económica, un elevado, aunque con la expectativa de descender, ritmo de crecimiento de los precios, y una situación de incertidumbre mayor a la habitual derivada de una serie de factores de origen tanto interno como externo, destacando entre estos la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, y las elecciones presidenciales de 2018. En virtud de las implicaciones potencialmente opuestas que la materialización de escenarios alternativos pudieran tener para la conducción de la política monetaria, será esencial mantener un estricto apego a un enfoque que enfatice la prudencia y la acción oportuna, así como el continuo respaldo de medidas de política en otros ámbitos.