

**“POLITICA MONETARIA EN MÉXICO: RESPUESTA EN UN ENTORNO DE INCERTIDUMBRE”. INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, DURANTE LA SEMANA NACIONAL DEL EMPRENDEDOR 2017. Ciudad de México, 12 de septiembre de 2017.<sup>1</sup>**

Antes de iniciar mi intervención, quisiera expresar mi agradecimiento a los organizadores por la gentil invitación para participar en este importante foro.

Desde mediados de 2014 la economía mexicana ha sido afectada por diversos choques externos, entre ellos la fuerte caída de los precios del petróleo, el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, y el impacto adverso en nuestro sector exportador de la recesión en el sector industrial de ese país y del estancamiento de su comercio exterior. Más recientemente, la economía mexicana resintió los efectos del proceso electoral en Estados Unidos.

La combinación de estos eventos dio lugar a una pronunciada depreciación del peso frente al dólar desde finales de 2014, que en algún momento alcanzó una cifra acumulada de más de 60 por ciento. Si bien el ajuste del tipo de cambio contribuyó de manera importante a una absorción ordenada de los referidos choques, también ha incidido en la trayectoria de la inflación.

Adicionalmente, esta ha sido afectada a lo largo de 2017 por el aumento de los precios de los energéticos, el ajuste del salario mínimo, el incremento de las tarifas del autotransporte y el repunte de las cotizaciones de diversos

---

<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.

productos agropecuarios. Como resultado, la inflación general al consumidor aumentó de 3.36 por ciento a finales de 2016 a 6.66 en agosto de 2017.

La política monetaria ha respondido de manera firme y oportuna a estos retos. Así, la tasa de interés de referencia se incrementó en 400 puntos base de diciembre de 2015 a junio de 2017, manteniéndose en la actualidad en un nivel de 7.0 por ciento. Esta respuesta ha permitido evitar efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía, esperándose además que la inflación reinicie en breve una tendencia descendente.

El entorno externo para la economía mexicana ha mejorado en los últimos meses, pero continúa mostrando una gran complejidad.

En efecto, el ritmo de expansión de la actividad económica mundial se ha acelerado y, en general, las proyecciones más recientes sugieren un fortalecimiento gradual de la actividad global durante el resto de este año y el siguiente. Destaca el repunte que se ha venido observando en el comportamiento de la producción industrial y el comercio internacional, y especialmente en Estados Unidos, que han permitido un entorno más favorable para la expansión de nuestras ventas al exterior.

No obstante la mejor perspectiva económica mundial, persisten riesgos de consideración. Por su relevancia para México, considero que vale la pena destacar los siguientes:

- La incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en Estados Unidos y las complejidades en el ámbito político que se observan en ese país, lo que dificulta anticipar la trayectoria de esa economía y abre la posibilidad de acciones que podrían repercutir adversamente en la de

México. Esto incluye la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), pero también potenciales medidas del gobierno estadounidense en materia fiscal y migratoria, entre otras.

- Los retos que enfrenta la Reserva Federal para evaluar de manera precisa el grado de holgura en la economía estadounidense, en un contexto en el que coexisten un sólido mercado laboral y una baja tasa de inflación. Lo anterior aumenta la posibilidad de sorpresas en el proceso de normalización de la política monetaria en ese país, situación que se complica al considerar que esto seguramente implicará ajustes tanto de la tasa de fondos federales como del tamaño de la hoja de balance de ese Instituto Central.
- El elevado grado de incertidumbre global derivado de diversos focos de tensión, tales como el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, el potencial agudizamiento de conflictos de naturaleza geopolítica en distintas regiones, las vulnerabilidades presentes en algunas de las economías emergentes más importantes y la posible implementación de medidas que impidan o dificulten los flujos internacionales de bienes y servicios, capital y migrantes.

De esta manera, si bien los mercados financieros internacionales han continuado registrando un comportamiento favorable, caracterizado por una recomposición de carteras orientada a la búsqueda de rendimientos y, en consecuencia, mayores flujos de inversión hacia los mercados emergentes, la posible materialización de los riesgos antes mencionados podría resultar en episodios de ajuste desordenado y elevada volatilidad de los movimientos internacionales de capital.

La economía mexicana se ha venido ajustando de manera gradual y ordenada a este difícil entorno externo. De hecho, la actividad económica ha mostrado un desempeño mejor de lo previsto. El ritmo de crecimiento del PIB ha venido disminuyendo desde el cuarto trimestre de 2016, pero la desaceleración ha sido gradual y menor de lo anticipado por la mayoría de los analistas. Por el lado de la demanda, esto ha sido resultado fundamentalmente de la recuperación de las exportaciones y una desaceleración moderada del consumo, ya que la inversión ha seguido mostrando una marcada debilidad. Lo anterior ha tenido como contrapartida, por el lado de la oferta, una continua expansión del sector de servicios y un estancamiento de la producción industrial a pesar de la recuperación de la industria manufacturera.

El mercado laboral ha continuado fortaleciéndose, al observarse nuevos descensos de la tasa de desempleo abierto. Las estimaciones de la tasa natural de desempleo sugieren que la holgura en este mercado prácticamente ha desaparecido. Sin embargo, siguen sin registrarse presiones salariales de significación. En lo anterior podría estar influyendo la relativamente baja tasa de participación laboral. En todo caso, es importante reconocer que este es un fenómeno cuya explicación no es del todo clara, y que la evolución de los salarios debe seguirse con cuidado, porque bajo las condiciones actuales del mercado laboral pudieran llegar a convertirse en una fuente de presiones sobre los precios.

Es de esperarse que el ritmo de crecimiento del PIB registre durante los próximos trimestres cifras por debajo de las observadas en el primer semestre de 2017. La confianza de empresas y familias se ha recuperado de manera importante de la disminución registrada a principios del año, pero se mantiene

en niveles reducidos. A lo anterior cabe agregar el posible efecto adverso del descenso de los salarios reales sobre el consumo privado. Además, es probable que la incertidumbre derivada de la renegociación en marcha del TLCAN y de las elecciones presidenciales del año entrante, incida sobre la inversión privada. De esta forma, no obstante el desempeño económico mejor del previsto durante el primer semestre de 2017, parece razonable anticipar que seguirán sin observarse presiones significativas de demanda a lo largo de este año y el siguiente.

La inflación en México ha seguido resintiendo los efectos de la depreciación acumulada del peso desde finales de 2014 y de los choques de oferta que la han afectado a lo largo de este año.

Sin embargo, es ampliamente anticipado que la tasa de inflación anual iniciará una tendencia a la baja en el corto plazo. Lo anterior en virtud de las acciones de política monetaria implementadas, la disipación gradual del impacto de los choques observados durante 2017 y la apreciación que ha registrado el tipo de cambio del peso frente al dólar y otras monedas desde mediados de enero de este año.

Diversos indicadores, entre ellos las cifras de crecimiento de los precios mes a mes, están mostrando ya una disminución en el margen de la tasa de inflación. También es en general proyectado que la inflación descenderá con mayor fuerza a principios del año entrante por un efecto aritmético, dado que no se prevé que los incrementos de los precios de los energéticos que tuvieron lugar en enero pasado se repitan en 2018.

De hecho, este patrón de comportamiento se refleja con claridad en las distintas encuestas levantadas entre los analistas. Aunque las expectativas de inflación para 2017 se han ajustado al alza, aquellas para 2018 muestran un fuerte descenso de la misma.

No obstante lo anterior, persisten factores de preocupación:

- Como es bien conocido, el Banco de México ha fijado la meta de inflación en 3 por ciento, esperándose lograr la convergencia a esta cifra el año entrante. Sin embargo, las expectativas de los analistas tanto para finales de 2018 como para el largo plazo se mantienen ubicadas por encima de esta cifra. La persistente divergencia entre las expectativas de inflación, especialmente las de largo plazo, y la meta del Banco Central, subraya la necesidad de fortalecer la credibilidad de los objetivos del Banco Central.
- Los diferenciales entre las tasas de interés nominales y reales sobre valores gubernamentales proporcionan un medio alternativo para estimar las expectativas de inflación de los participantes en los mercados. Por motivos técnicos, es muy difícil separar dichas expectativas de diversos componentes de riesgo también incluidos en ese diferencial. Sin embargo, el hecho de que los diferenciales se ubican por encima de lo registrado a lo largo de 2016, sugiere que los mercados perciben riesgos al alza para la inflación en el largo plazo.

Adicionalmente, en mi opinión el balance de riesgos para la inflación sigue manteniendo un sesgo al alza. Hasta ahora, la respuesta de política monetaria ha permitido evitar que los choques que han venido afectando a la inflación a

lo largo de este año tengan efectos de segundo orden, es decir, contaminen el proceso de formación de precios en la economía. A mi juicio, el potencial de que esto ocurra ha disminuido, pero todavía no ha desaparecido.

Me preocupa más el riesgo de que ante un panorama de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, renegociación del TLCAN y elecciones presidenciales en México el año entrante, se observen nuevos episodios de volatilidad en el mercado cambiario, que se extiendan por un periodo relativamente prolongado e incidan sobre los precios. También debemos considerar que la posibilidad de que se tenga que hacer frente a choques simultáneos derivados de todos o varios de estos eventos no es despreciable. A lo anterior cabe agregar el riesgo de aumentos adicionales de los precios de los productos agropecuarios, así como de ajustes del salario mínimo que no estén sustentados en la evolución de la productividad.

Como señalé con anterioridad, el peso ha mostrado una importante apreciación a lo largo de 2017. Si bien esto ha obedecido en parte a factores externos, tales como la búsqueda de rendimiento en los mercados financieros internacionales y expectativas menos pesimistas respecto de la futura relación económica entre México y Estados Unidos, es de destacarse también el efecto de la percepción de una mayor solidez de los fundamentos económicos del país, como resultado del manejo de la política monetaria y del fortalecimiento de las finanzas públicas. Lo anterior se pone en evidencia también al considerar la mejora de los indicadores de solvencia de México, por encima de la observada en promedio en otras economías emergentes, y el reciente cambio favorable de la perspectiva para la economía mexicana por parte de algunas agencias calificadoras.

Como era lógico esperar, el manejo de la política monetaria se ha visto reflejado en la evolución de las tasas de interés internas. En particular, las de corto plazo han mostrado una tendencia al alza similar a la observada para la tasa de política monetaria, reflejándose en una ampliación del correspondiente diferencial con las de Estados Unidos. Como en otras economías, las tasas de interés de largo plazo en México están determinadas por una combinación de factores, incluyendo además de las acciones, ya sea observadas o esperadas, de la política monetaria, otros de naturaleza tanto interna como externa. La operación de este conjunto de elementos se ha traducido en un aumento menor para las tasas de largo que para las de corto plazo, pero es importante tener presente que el riesgo de movimientos bruscos de las primeras, por ejemplo ante una descompresión de las primas por plazo en Estados Unidos o una disminución del apetito global por riesgo resultado de esta u otras causas, se mantiene latente.

¿Cuáles son las implicaciones de todo lo anterior para la política monetaria?

El panorama que se vislumbra para el resto de este año y el siguiente es de un crecimiento económico moderado combinado con un descenso importante de la inflación, pero en un entorno de riesgos al alza para esta y una situación de gran incertidumbre. En particular, el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la renegociación del TLCAN y las elecciones en México de mediados de 2018 pueden tener consecuencias importantes, en direcciones opuestas, para la inflación.

No es posible en este momento anticipar cuál de los escenarios prevalecerá y, consecuentemente, cuál será la respuesta adecuada de política monetaria. Por

tanto, la expectativa actual de analistas y mercados, de que habrá un relajamiento de la política monetaria hacia mediados del año entrante, carece de bases sólidas, al descansar en supuestos cuya materialización es incierta.

En mi opinión, ante un escenario de gran incertidumbre y la posibilidad de eventos que implican un alto riesgo para la inflación, la política monetaria debe extremar la cautela. Esto implica que el Banco Central debe estar preparado para implementar las medidas necesarias para lograr la convergencia eficiente de la inflación a la meta puntual de 3 por ciento. Considero además que es indispensable no soslayar que existen escenarios en los que esto podría requerir de aumentos adicionales de la tasa de interés.

Para concluir, solo me gustaría enfatizar que la economía mexicana ha mostrado resiliencia ante choques externos de gran magnitud. Esto obedece a esfuerzos realizados a lo largo de muchos años para lograr un marco macroeconómico sólido y fortalecer el sistema financiero, a lo que cabe agregar las ambiciosas medidas de transformación estructural de la economía actualmente en marcha. Sin embargo, si bien los avances son importantes, no podemos darnos por satisfechos. El crecimiento de la economía es todavía insuficiente, la debilidad de la inversión puede comprometer sus perspectivas y enfrentamos otros retos, de naturaleza tanto interna como externa, de consideración. Por tanto, es indispensable continuar e inclusive acrecentar los esfuerzos realizados. Además, es mucho todavía lo que se requiere avanzar en otras áreas, tales como el fortalecimiento del estado de derecho, y el combate a la inseguridad y la corrupción, a fin de asegurar que se conviertan en un factor de apoyo y no en un obstáculo para el aumento de la competitividad y del crecimiento potencial de la economía.