

“LA CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LA ESTABILIDAD ECONÓMICA”. INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, DURANTE LA REUNIÓN DEL INSTITUTO DE DESARROLLO EMPRESARIAL DE LA UNIVERSIDAD ANÁHUAC. México, D.F, 25 de noviembre de 2016.¹

Agradezco la gentil invitación de la Universidad Anáhuac para participar en este evento de su Instituto de Desarrollo Empresarial.

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece que el Banco de México será autónomo en el ejercicio de sus funciones y su administración, y que su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, es decir, una inflación baja y estable. Las razones de este mandato constitucional están fundamentadas en sólida evidencia empírica a nivel nacional e internacional.

Un ambiente de inflación elevada genera incertidumbre y dificulta la planeación en horizontes largos, afectando adversamente la inversión. Además, al dar lugar a una mayor variabilidad de los precios relativos, el contenido informativo de estos disminuye, lo que propicia mayores costos de búsqueda y márgenes de comercialización, y una asignación menos eficiente de recursos. Esta última también se ve impactada por el hecho de que en un ambiente inflacionario las empresas y hogares tienden a destinar una parte mayor de su ingreso a protegerse de los costos de la inflación, a expensas de actividades orientadas a fomentar la innovación o incrementos de la productividad.

La capacidad del sistema financiero para apoyar el desarrollo económico se ve afectada en un ambiente inflacionario. En virtud de los riesgos ocasionados por la inflación, los ahorradores demandan tasas de interés más altas y plazos menores para sus depósitos, lo que repercute en un crédito más caro y escaso, con los consecuentes efectos adversos en el aparato productivo.

Asimismo, la inflación deteriora el poder adquisitivo de la población, con efectos aun más perniciosos en los segmentos con ingresos fijos, como los asalariados y los pensionados, y los más pobres, que son los menos

¹ Las opiniones contenidas en este documento son estrictamente personales.

capacitados para defenderse de este mal. De esta forma, la inflación incide negativamente en la distribución del ingreso.

En suma, en virtud de los dañinos efectos de la inflación sobre el crecimiento económico, el empleo y la distribución del ingreso, y de las características de los instrumentos a disposición del Banco de México, la mejor aportación que nuestro Instituto Central puede hacer al desarrollo económico del país es cumplir de manera estricta con su mandato. En otras palabras, la estabilidad de precios no es un objetivo en sí, sino el medio a través del cual el Banco de México contribuye al objetivo último de la política económica, que es mejorar los niveles de bienestar de la población.

Naturalmente, el objetivo de mantener una inflación baja y estable también implica que el Banco de México debe estar preparado para actuar durante episodios de deflación, es decir, de contracción generalizada y prolongada de los precios. Como muestra la experiencia reciente en numerosas economías avanzadas, este tipo de episodios puede acarrear elevados costos en términos de producción y empleo. Por otra parte, es obvio que lo anterior no representa un motivo de preocupación para la economía mexicana en la actualidad.

La autonomía de un banco central establece los cimientos para que este cumpla con su mandato de una manera adecuada. Ello en virtud de que arraiga la credibilidad en el compromiso antiinflacionario y despeja dudas sobre la posibilidad de que, por motivos políticos o de otra índole, las autoridades de un país pongan en marcha medidas que puedan resultar en un repunte de la inflación. La evidencia internacional es clara. Tanto en economías avanzadas como emergentes, la autonomía efectiva del banco central tiene una relación negativa con la inflación y positiva con el crecimiento económico. Asimismo, la variabilidad de las tasas de interés, tanto nominales como reales, es más baja, y el rendimiento real promedio ofrecido a los depositantes es más alto, en países donde los bancos centrales disfrutaban de una mayor autonomía efectiva. Es por este motivo que la autonomía concedida al Banco de México a partir de 1994 representa uno de los cambios institucionales de mayor trascendencia en la historia reciente del país.

En la conducción de la política monetaria, el Banco de México se ha basado desde 2001 en un régimen de objetivos de inflación. Este tipo de regímenes empezó a ganar aceptación entre economías avanzadas y emergentes a partir

de los años noventa, en virtud de que permiten contar con un ancla nominal más eficiente en la economía, al proporcionar una guía a las expectativas de inflación a través de una meta numérica; asignan un papel central a la transparencia, la rendición de cuentas y la comunicación con el público; y en general fomentan el fortalecimiento del marco institucional para la implementación de la política monetaria. En el caso de México, la meta de inflación se ha fijado en 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual, ante la incertidumbre que rodea el cumplimiento de la meta puntual.

La conducción de la política monetaria en México ha sido apoyada por esfuerzos en otros ámbitos y, en particular, por la política fiscal. Al respecto, es importante recordar que a mediados de la década de los ochenta el déficit fiscal registró cifras alrededor de 14 por ciento del PIB, al tiempo que la deuda pública llegó a representar más de 100 por ciento de dicho agregado.²

La trayectoria de la inflación en México pone en evidencia los méritos de la estrategia adoptada para proteger el poder adquisitivo de nuestra moneda. Durante la mayor parte del periodo comprendido entre julio de 1973 y marzo de 2000, la inflación registró tasas de al menos dos dígitos, y en parte de ese lapso se observaron registros de inflación de hasta tres dígitos. En contraste, durante los 17 meses que finalizan en septiembre de 2016, la inflación se ubicó por debajo de 3 por ciento, logro sin precedente en nuestro país, y a la primera quincena de noviembre de este año registra niveles de 3.29 por ciento.

Es importante destacar que los avances en el combate a la inflación van mucho más allá de la disminución de esta. Por una parte, su volatilidad, cuyos efectos en la confianza y las decisiones de consumo e inversión son perniciosos, se ha reducido de manera considerable. Pero, además, el proceso de formación de precios en nuestra economía ha mostrado un cambio estructural, reflejado en un pronunciado descenso del traspaso del tipo de cambio a los precios, una disminución de la persistencia de la inflación, y un menor nivel y dispersión de las expectativas para esta. Así, la economía ha podido absorber choques considerables en distintas etapas, sin que se vieran afectadas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos y, consecuentemente, sin reflejarse en

² Cifras correspondientes al déficit económico de caja y la deuda total neta del sector público, cuya cobertura es menor a las de los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y su saldo histórico usados actualmente.

un aumento permanente del ritmo de crecimiento de los precios. Procede destacar a este respecto, los favorables resultados que se han obtenido en la lucha contra la inflación, no obstante que de septiembre de 2014 a la fecha el peso se ha depreciado en casi 60 por ciento frente al dólar.

Naturalmente, la menor inflación ha venido acompañada de los beneficios a los que antes hice referencia. Cabe señalar, a manera de ejemplo, el desplome en los costos del crédito tanto a hogares como a empresas que ha resultado de la caída de la tasa de inflación. Además, el entorno de mayor certidumbre ha permitido extender el plazo de dichos créditos y otorgarlos con una tasa de interés fija. Una situación similar se observa en el caso del gobierno, que no solamente enfrenta menores costos de endeudamiento, sino también una curva de valores gubernamentales cuyo plazo se ha visto incrementado de apenas 3 años en 2000, a 30 en la actualidad. El entorno de menor inflación ha sido además un factor determinante del desarrollo del sistema financiero y, consecuentemente, de un acceso mayor y mejor diversificado del sector privado a fuentes de financiamiento. Considero que también merece destacarse que la recuperación de los salarios reales que hemos visto en fechas recientes no se debe a mayores aumentos nominales, sino precisamente al descenso de la inflación.

¿Cuáles son los principales retos que enfrenta la política monetaria en este momento?

La actividad económica en México registra tasas de crecimiento por debajo de su potencial y se encuentra en una fase de desaceleración. Durante los primeros nueve meses de este año, el PIB mostró un crecimiento anual de 2 por ciento, que se compara con una cifra de 2.7 por ciento en 2015. En este contexto, se espera que nuestra economía muestre un crecimiento moderado en 2016, aunque inferior al del año previo.

Es muy difícil en este momento hacer una estimación de la trayectoria de la economía mexicana en 2017 y en años posteriores, en virtud de que el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos y sus posibles implicaciones han generado un entorno de incertidumbre particularmente marcado para la evolución futura de la economía mexicana. Al respecto, cabe recordar que la nueva administración estadounidense ha contemplado la introducción de medidas que podrían afectar los flujos de comercio y de

remesas entre nuestros dos países. Además, ha considerado también la implementación de una política fiscal expansiva que, a través de su efecto en las expectativas de inflación, podría dar lugar a un ciclo de alzas de las tasas de interés en Estados Unidos más rápido de lo anticipado hasta hace poco.

En todo caso, el panorama que se presenta para la actividad económica en México en 2017 es de un crecimiento moderado, por debajo de su potencial y con riesgos a la baja. En virtud de la fase del ciclo en la que se encuentra la economía y de la tasa de crecimiento económico que razonablemente se puede anticipar para el año, no es de esperarse que a lo largo de 2017 se observen presiones de demanda sobre los precios.

Por su parte, la inflación general en México se ha incrementado a niveles ligeramente por encima de la meta, debido a un aumento tanto de su componente subyacente como del no subyacente. El primero ha sido afectado por el traspaso de la depreciación del peso a los precios de las mercancías, en tanto que en el comportamiento del segundo han influido de manera importante los mayores precios de la gasolina en la frontera norte y alzas en los precios de algunos productos agrícolas.

Se anticipa que la inflación cierre el año en niveles ligeramente por encima de 3 por ciento. En virtud del comportamiento reciente del tipo de cambio y de la liberalización de los precios de la gasolina, es de esperarse que la inflación registre durante 2017 cifras más elevadas, si bien manteniéndose a lo largo del año dentro del intervalo de variabilidad establecido alrededor de 3 por ciento, para converger a niveles cercanos a la meta en 2018.

En este contexto, las expectativas de inflación provenientes de encuestas para 2017 se han incrementado, en tanto que las de mediano y largo plazo permanecen relativamente estables, aunque en niveles superiores a la meta. Por su parte, los diferenciales entre las tasas de interés nominal y real de bonos gubernamentales a largo plazo se han ampliado de manera importante en las últimas semanas, pero resulta difícil extraer una señal precisa de estos indicadores, en virtud del deterioro de las condiciones de operación en el mercado de bonos, y de las dificultades para separar el componente de expectativas de inflación de los distintos factores de riesgo que también afectan este diferencial.

¿Cuáles son los principales riesgos para la inflación? Como expliqué hace un momento, la posición cíclica de la economía y el escenario que esta enfrenta no hacen esperar presiones de demanda sobre los precios en los próximos meses. Por otra parte, la posibilidad de un repunte de los precios de los productos agropecuarios o de la gasolina, esto último especialmente en virtud de las medidas de liberalización para la cotización de este producto anunciadas para 2017, está latente. Cabe señalar que, de conformidad con lo observado en etapas previas, un choque de esta naturaleza debería reflejarse solamente de manera transitoria en el comportamiento de los precios, sin dar lugar a efectos de segundo orden. De esta forma, la evolución del tipo de cambio continúa representando el principal riesgo para la inflación. Como comentaré más adelante, dichos riesgos se han acrecentado ante la perspectiva de un ajuste permanente del tipo de cambio a un nivel más elevado.

La depreciación del tipo de cambio del peso frente al dólar a lo largo de 2016 se explica por una combinación de factores, de naturaleza tanto externa como interna. Entre los externos, se encuentran la expectativa de un aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, eventos de naturaleza geopolítica, las fluctuaciones del precio del petróleo, y el uso del peso como mecanismo de cobertura de riesgos en otras economías emergentes o con fines meramente especulativos. En cuanto a los factores internos, el nerviosismo resultante de la situación actual y prospectiva de las finanzas públicas, y en menor medida de la ampliación del déficit de la balanza en cuenta corriente, también se ha reflejado en el debilitamiento del peso. Naturalmente, en fechas más recientes el factor de mayor relevancia ha sido la preocupación derivada de los resultados de las elecciones presidenciales en Estados Unidos y sus implicaciones potenciales para México.

Este choque externo ha incidido en la paridad de nuestra moneda a través de dos canales. En primer lugar, la expectativa de que la nueva administración estadounidense lleve a cabo una política fiscal expansiva, ha dado lugar a la perspectiva de presiones a la baja sobre los precios de los bonos y de una mayor inflación, provocando un fuerte incremento de las tasas de interés en ese país. Para tener una idea más clara de la magnitud de este choque, vale la pena señalar que el aumento observado en los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años del 8 de noviembre a la fecha, es mayor al registrado en los periodos equivalentes del inicio de la crisis financiera global en 2008-2009 y del episodio de 2013 conocido como “Taper Tantrum”. En segundo lugar, se

ha generado un marcado aumento de la incertidumbre respecto del rumbo de la política económica en Estados Unidos en los próximos años y su posible impacto en México. Este nuevo escenario hace esperar una depreciación del tipo de cambio real de equilibrio del peso, cuya magnitud será más evidente conforme se tenga mayor claridad sobre las acciones que la nueva administración estadounidense pretende llevar a cabo, particularmente en materia macroeconómica, comercial y migratoria.

Los mercados en México se han ajustado en respuesta a este choque a través de movimientos de las tasas de interés y, como ya se señaló, del tipo de cambio. Así, las primeras han mostrado un aumento importante a lo largo de la curva de rendimientos. Por su parte, el tipo de cambio del peso frente al dólar se depreció en alrededor de 12 por ciento del 8 al 24 de noviembre, lo que representa su mayor caída para un periodo equivalente desde octubre de 2008. Si bien la fase electoral en Estados Unidos ha incidido en los mercados financieros de las economías emergentes en general, su impacto en la mexicana ha sido de mayor magnitud debido a sus estrechos vínculos con la estadounidense.

En suma, la política monetaria en México enfrenta un panorama de un crecimiento económico por debajo de potencial y con una desaceleración de la actividad económica que incluso podría acentuarse en 2017; mayores presiones sobre la inflación; y una situación inusual de incertidumbre sobre las perspectivas de la economía derivada de factores externos.

Bajo estas circunstancias, y tomando en cuenta el mandato del Banco de México, que como ya señalé descansa en la premisa de que la mejor contribución que puede hacer nuestro Instituto Central al crecimiento de la economía es mantener una inflación baja y estable, la Junta de Gobierno del Banco decidió en su reunión del 17 de noviembre aumentar el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 5.25 por ciento. Esta medida refuerza las acciones, fundamentalmente de naturaleza preventiva, que ha venido implementando la Institución a lo largo de los últimos meses, que resultaron en 4 aumentos previos de la tasa de referencia por un total de 175 puntos base. Claramente, la magnitud del choque externo que estamos enfrentando en la actualidad, pone de manifiesto los méritos de esa estrategia.

¿Cuáles son los factores que probablemente determinarán el rumbo de la política monetaria en México en los próximos meses?

Yo destacaría dos. En primer lugar, por los motivos antes señalados, considero que uno de los más importantes está vinculado a los riesgos para la inflación derivados del comportamiento de la paridad cambiaria. Así, uno de los retos principales será asegurar que el ajuste del tipo de cambio real a una nueva situación de equilibrio, sea congruente con la convergencia de la inflación a la meta.

En segundo lugar, me parece que es de esperarse que la política monetaria en nuestro país se vea muy influida por la evolución de las tasas de interés en Estados Unidos. Considerando la estrecha relación entre las dos economías, el grado de apertura de la economía mexicana y la situación de nerviosismo en los mercados financieros nacionales e internacionales, bajo las condiciones actuales un ajuste de la tasa de referencia en Estados Unidos sin una respuesta de la política monetaria en México, podría dar lugar a salidas desordenadas de capital y los consecuentes riesgos para la inflación y la estabilidad financiera. La Junta de Gobierno del Banco de México ha manifestado con claridad que en el manejo de la política monetaria se deberá continuar dando un seguimiento cuidadoso a todos los determinantes de la inflación, para responder con flexibilidad y de manera oportuna de percibirse riesgos para el cumplimiento de la meta.

La estabilidad macroeconómica no depende exclusivamente del manejo de la política monetaria. La política fiscal también cumple un papel fundamental a este respecto. Como se señaló con anterioridad, el aumento de la deuda pública en años recientes ha dado lugar a nerviosismo en los mercados, incidiendo en la trayectoria del tipo de cambio. Las autoridades hacendarias han anunciado un programa de ajuste de las finanzas públicas para 2017, cuya implementación permitirá estabilizar y posteriormente disminuir el cociente de deuda pública a PIB. Indudablemente, el nuevo plan de negocios para PEMEX anunciado recientemente desempeña un papel central en estos esfuerzos.

Además de las acciones tomadas o en vías de implementación en materia fiscal y monetaria, la economía mexicana cuenta con niveles adecuados de reservas internacionales y una Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario

Internacional que no solamente da acceso, en caso de ser necesario, a recursos por alrededor de 84 mil millones de dólares, sino que estimula la adopción de un marco de política económica sano. Adicionalmente, la Comisión de Cambios, integrada por representantes de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México, ha anunciado que podría recurrir a operaciones de intervención en el mercado cambiario de presentarse condiciones excepcionales que lo justifiquen, si bien enfatizando que el anclaje del valor de la moneda nacional continuará procurándose mediante la preservación de fundamentos económicos sólidos.

Creo que vale la pena señalar que, como se ha hecho patente a raíz de la crisis financiera global, la estabilidad macroeconómica no asegura la estabilidad financiera. Esto ha llevado a la conclusión de que es indispensable que tanto los bancos centrales como otras autoridades busquen mecanismos para lograr de manera eficiente ese objetivo. Si bien la política monetaria puede contribuir de manera importante a la estabilidad financiera, con frecuencia no representa el instrumento idóneo con este fin. De hecho, lo anterior requerirá normalmente del esfuerzo coordinado de las diversas autoridades encargadas de la conducción macroeconómica y de la regulación y supervisión del sistema financiero.

Con el fin de hacer frente a los riesgos que se derivan de este frente, a mediados de 2009 se creó en México el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero. Esta es una instancia de evaluación, análisis y coordinación entre las diversas autoridades financieras del país, orientada tanto a identificar riesgos para la estabilidad financiera como a proponer políticas para prevenirlos o, en su caso, minimizar su impacto. Cabe señalar que como parte de estos esfuerzos, el Banco de México ha reforzado considerablemente su capacidad de seguimiento y análisis en el ámbito de la estabilidad financiera.

Los distintos episodios de turbulencia que se han observado en los últimos años no han comprometido la estabilidad financiera en México. La banca cuenta con niveles suficientes de capital y liquidez para enfrentar incluso situaciones extremas, a la vez que los niveles de endeudamiento de familias y empresas se mantienen en niveles moderados. Por su parte, el endeudamiento del sector corporativo en el exterior no da lugar a un riesgo sistémico, en virtud de que la mayor parte de las emisiones han sido a plazos largos y tasas fijas, y de que en general estas empresas cuentan con coberturas naturales o

financieras que mitigan el riesgo cambiario. También es pertinente señalar que la intermediación a través de entidades y plataformas no sujetas a la regulación bancaria tradicional no representa una proporción importante del financiamiento total. En todo caso, será importante continuar dando un seguimiento cuidadoso a los posibles riesgos y vulnerabilidades para responder con oportunidad, especialmente tomando en cuenta los retos que se derivan del entorno externo en la coyuntura actual.

Para concluir, solo quisiera enfatizar que si bien los avances en materia de combate a la inflación y en general de estabilidad macroeconómica en México a lo largo de las últimas décadas han sido considerables, la necesidad de fortalecer los fundamentos económicos del país se ha incrementado. No solamente enfrentamos un entorno externo muy difícil, sino que el grado de incertidumbre que lo rodea es inusualmente elevado. Además, se ha observado un deterioro de los indicadores de solvencia de nuestra economía. Por tanto, es indispensable que el Banco de México continúe apegándose a una política monetaria prudente. Bajo las circunstancias actuales, el fortalecimiento de las finanzas públicas es particularmente importante. La implementación del paquete de ajuste fiscal anunciado para el año entrante, junto con el nuevo plan de negocios de PEMEX, representan elementos fundamentales para atender esta necesidad. Además, ante un entorno incierto y cambiante, las autoridades deben estar preparadas para realizar esfuerzos adicionales en caso de ser necesario.

Ahora bien, la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria pero no suficiente para lograr un crecimiento económico adecuado y sostenido. Para ello, se requerirá también mantener la estabilidad financiera, y continuar con los esfuerzos de ajuste estructural encaminados a incrementar la eficiencia de la economía y fortalecer sus fuentes internas de crecimiento.