

**“LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO ANTE CONDICIONES DE ELEVADA INCERTIDUMBRE”. INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, EN EL CFO MEXICO CITY FORUM DEL COUNCIL OF THE AMERICAS. Ciudad de México, 26 de abril de 2018.<sup>1</sup>**

Agradezco a los organizadores la gentil invitación para participar en este importante Foro.

La economía mundial presenta en la actualidad condiciones en general favorables, que se espera se mantengan durante los próximos meses. En un entorno de posturas de política monetaria acomodaticias por parte de los principales bancos centrales y medidas de estímulo fiscal en Estados Unidos, la actividad económica mundial continúa mostrando una trayectoria de crecimiento que, si bien moderado, se espera registre un fortalecimiento adicional a lo largo de este año y el siguiente.

Para las economías avanzadas, se anticipa una expansión por encima de su potencial en este lapso. Cabe destacar, por su relevancia para México, la importante mejora en las proyecciones del crecimiento del PIB y de la producción industrial en Estados Unidos. Asimismo, es importante hacer notar que, en parte como resultado de este mejor desempeño de la economía mundial, los precios del petróleo y otras materias primas han mostrado una tendencia al alza.

Desafortunadamente, no obstante esta mejora en las proyecciones económicas para el corto plazo, existe la percepción generalizada de que las

---

<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.

perspectivas de la economía mundial para horizontes más largos presentan un balance de riesgos con un sesgo negativo.

Al respecto, cabe destacar en primer lugar el riesgo de una normalización monetaria en Estados Unidos más rápida de lo previsto. Si bien el Comité Federal de Mercado Abierto ha reiterado que ajustará su postura de política monetaria de manera gradual, el riesgo de sorpresas se ha acentuado. Lo anterior especialmente en virtud de la implementación de medidas de estímulo fiscal, bajo una situación caracterizada por escasa o nula holgura en el mercado laboral, lo que puede redundar en el surgimiento de presiones adicionales sobre los salarios y los precios. Los retos se incrementan al considerar que sigue anticipándose que otras economías avanzadas también normalicen sus posturas de política monetaria, si bien a un ritmo más gradual que en Estados Unidos.

En segundo lugar, y muy vinculado al punto anterior, no obstante las correcciones registradas en meses recientes, algunos activos parecen seguir cotizándose en niveles excesivos. Por ejemplo, las primas por plazo en los mercados de bonos a nivel global son muy reducidas. Aunque la posibilidad de una desalineación con respecto a los fundamentos económicos está sujeta a debate, dichas primas son muy sensibles a revisiones del rumbo esperado para los principales agregados macroeconómicos y la política monetaria. Las implicaciones de una descompresión repentina de las primas por plazo podría tener consecuencias severas para la economía mundial, especialmente tomando en cuenta la elevada correlación de estas entre países. Además, el riesgo de sobrevaluación también afecta a otros mercados, como el accionario y el de deuda corporativa.

En tercer lugar, las tensiones en materia comercial, particularmente entre China y Estados Unidos, pueden dar lugar a distorsiones en la asignación de recursos y efectos adversos en la actividad económica global, además de afectar los mercados financieros internacionales. En efecto, como se vio en semanas recientes, la incertidumbre en torno al potencial escalamiento de estas acciones puede redundar en ajustes desordenados en dichos mercados, con los consecuentes efectos adversos para la economía mundial.

En adición a lo anterior, un entorno de elevada volatilidad y de apretamiento de las condiciones financieras globales como el que podría derivarse de estos riesgos, y de otros de naturaleza interna o geopolítica, podría exacerbar algunas vulnerabilidades de consideración todavía presentes. Al respecto, me parece pertinente subrayar la preocupación que ha surgido recientemente por los elevados niveles de endeudamiento en numerosas economías, tanto avanzadas como emergentes.

Naturalmente, el mejor desempeño de la economía mundial en los últimos meses ha incidido favorablemente en el rumbo de la economía mexicana. Sin embargo, los riesgos antes señalados también han dado lugar a incertidumbre, misma que ha sido acentuada por factores, tanto internos como externos, más directamente vinculados a México.

Durante los primeros meses de 2018 la economía mexicana ha continuado recuperándose de la contracción observada en el tercer trimestre de 2017, si bien las cifras siguen reflejando en parte el efecto de los sismos registrados en septiembre pasado. En particular, el crecimiento de la demanda interna ha sido impulsado entre otros factores por la inversión, resultado a su vez de los

esfuerzos de reconstrucción a raíz de los citados desastres naturales, aunque también de las obras de infraestructura pública en marcha y de la expansión del gasto en maquinaria y equipo.

Al mismo tiempo, continúa observándose una expansión del consumo privado, aunque con indicios de desaceleración, y un sólido crecimiento de las exportaciones, apuntaladas por la fortaleza de la demanda externa, especialmente de Estados Unidos, y por un tipo de cambio competitivo. Por el lado de la oferta, el crecimiento de la economía se explica por la trayectoria del sector de servicios y, en menor medida, del industrial, destacando en este último el fortalecimiento de la construcción como resultado de los factores antes descritos.

Las condiciones de holgura en la economía mexicana se mantienen estrechas, si bien la lectura precisa de su posición cíclica es compleja. Lo anterior se ilustra con la situación en el mercado laboral. La tasa de desempleo se ubica claramente por debajo tanto de los cálculos de su nivel en el largo plazo como de los mínimos observados antes de la crisis financiera global. Sin embargo, estimaciones alternativas bajo definiciones más amplias de esta, como aquellas que consideran también a los trabajadores subocupados o a los que no están empleados pero que buscaron trabajo en el pasado reciente, arrojan cifras similares a las registradas antes de dicha crisis.

Adicionalmente, el descenso de la tasa de desempleo ha venido acompañado de una disminución de la participación laboral. Al considerar este último fenómeno en estimaciones contrafactuales de la tasa de desocupación, se pueden observar resultados que no son significativamente diferentes de su

nivel de largo plazo. Asimismo, siguen sin observarse presiones salariales excesivas y el índice de costos laborales unitarios para la economía en su conjunto continúa disminuyendo. También vale la pena señalar que la caída de la tasa de desempleo se ha frenado en los últimos meses.

En mi opinión, una situación del mercado laboral como el sugerido por la definición tradicional de la tasa de desempleo debería traducirse en aumentos salariales mayores a los observados en la actualidad, así como en presiones de demanda en otros sectores, que a la fecha no son evidentes.

Ahora bien, aunque la tasa de desocupación no parece reflejar con precisión la situación del mercado laboral, el conjunto de indicadores disponibles sugiere condiciones apretadas en dicho mercado y la brecha del producto se estima en niveles que no son estadísticamente diferentes de cero. Lo anterior hace indispensable continuar dando un seguimiento cuidadoso al grado de holgura en la economía, ya que existe el riesgo del surgimiento de presiones sobre los precios, tanto por el lado de los salarios como de la demanda.

Se espera que la actividad económica continúe expandiéndose en los próximos meses, registrando durante 2018 y 2019 cifras ligeramente superiores a las observadas en 2017. Esto mantendría la brecha del producto en niveles cercanos a cero. A mi parecer, aunque los riesgos para este escenario continúan sesgados a la baja, algunos de estos se han atenuado en las últimas semanas, especialmente como resultado de expectativas más favorables en relación a la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). En todo caso, la posibilidad de negociaciones prolongadas o de un fracaso de estas persiste. A lo anterior cabe agregar el potencial efecto adverso

en la actividad económica de las mayores tendencias proteccionistas a nivel global, de episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales, de la reforma fiscal en Estados Unidos y del proceso electoral en México.

La inflación ha continuado disminuyendo en los primeros meses de 2018, registrando en sus últimas lecturas un comportamiento más favorable del anticipado hasta hace poco. Esto último ha sido influido por el comportamiento tanto de la inflación subyacente como de la no subyacente, si bien el impacto de esta última ha sido mayor.

De esta forma, en la primera quincena de abril la inflación general al consumidor registró su menor cifra desde la segunda quincena de enero de 2017 y los indicadores de inflación más vinculados al ciclo económico también registran una disminución. Este comportamiento ha sido resultado de las acciones de política monetaria implementadas, el desvanecimiento de los choques de oferta observados en 2017, la apreciación del tipo de cambio y una evolución favorable de los precios de diversos productos agrícolas.

Las expectativas de inflación basadas en encuestas, tanto de corto como de largo plazo, se han mantenido relativamente estables. Sin embargo, las expectativas para finales de 2018 y 2019 superan a las proyecciones del Banco de México, en tanto que las de largo plazo continúan ubicadas en niveles por encima de la meta.

El Banco de México anticipa que la inflación convergerá a cifras cercanas a la meta de 3 por ciento en los primeros meses de 2019, bajo los supuestos de un

tipo de cambio relativamente estable, y la ausencia de nuevos choques de oferta sobre la inflación y de presiones provenientes del mercado laboral.

Considero que la posible trayectoria del tipo de cambio continúa siendo el principal riesgo para este escenario. El tipo de cambio del peso puede ser afectado, entre otros factores, por la incertidumbre derivada de la renegociación del TLCAN, por sorpresas en la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y por episodios de volatilidad vinculados a las elecciones que tendrán lugar a principios de julio. Por otra parte, la posibilidad de presiones inflacionarias derivadas del normalmente volátil comportamiento de la inflación no subyacente o de la evolución de la demanda no puede descartarse.

A mi juicio, el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza, aunque, como en el caso de la actividad económica, aquellos derivados de la renegociación del TLCAN se han reducido.

En lo fundamental como resultado de las acciones de política monetaria implementadas y de un panorama más favorable en relación al TLCAN, entre otros factores, el tipo de cambio del peso frente al dólar registró un fortalecimiento importante en los primeros meses del año, alcanzando esta paridad niveles no observados desde septiembre de 2017, así como una apreciación frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, la volatilidad de días recientes ha derivado en una reversión parcial de dichas ganancias en la cotización de nuestra moneda, obedeciendo en buena medida tanto a la apreciación que ha registrado el dólar como a incertidumbre en torno al actual proceso electoral. Cabe destacar que, no

obstante estas presiones, las condiciones de operación en el mercado cambiario se han mantenido estables.

Si bien las tasas de interés de largo plazo han repuntado últimamente, los mercados financieros han continuado mostrando un funcionamiento ordenado, observándose una reducción significativa del diferencial de tasas de interés de largo plazo con Estados Unidos en el transcurso de los últimos meses. No obstante, por los motivos ya señalados, la posibilidad de episodios más agudos o extendidos de volatilidad que puedan dar lugar a un deterioro de las condiciones de operación en estos mercados se mantiene latente.

Aun cuando los riesgos que enfrenta la economía mexicana podrían incidir en nuestro sistema financiero, diversos elementos mitigan su potencial alcance. Entre estos, cabe destacar la fortaleza del sistema bancario que, además de encontrarse bien capitalizado y registrar altas tasas de rentabilidad, cuenta con niveles de liquidez significativamente por encima de los mínimos requeridos. Además, el sector privado no financiero del país se encuentra bien protegido ante alzas del tipo de cambio o de las tasas de interés, gracias a colocaciones de deuda en moneda extranjera a largo plazo y a tasa fija, así como a coberturas, tanto naturales como a través de instrumentos derivados, ante riesgos cambiarios. Por otra parte, aunque algunas empresas enfrentan riesgos cambiarios o de refinanciamiento, la exposición de las entidades financieras mexicanas a estas empresas es pequeña en relación a sus niveles de capitalización o a su posicionamiento en activos.

Hasta la fecha, las acciones de política monetaria han permitido evitar efectos de segundo orden de los choques que han incidido sobre los precios, y la



inflación registra una tendencia descendente. Sin embargo, ante un ajuste de 450 puntos base a la tasa de referencia desde diciembre de 2015, y el hecho de que esta se ubica ligeramente por encima de la banda de estimación de la tasa de interés neutral, cabe preguntarse si el ajuste monetario ha sido excesivo. En mi opinión, difícilmente puede defenderse este argumento, en un entorno en el cual la economía enfrenta todavía la perspectiva de una brecha del producto cercana a cero para este año y el siguiente, un balance de riesgos al alza para la inflación y expectativas para esta en el largo plazo todavía por encima de la meta.

Aunque algunos de los riesgos que pueden incidir sobre el comportamiento de la inflación se han aminorado, estos no han desaparecido y, en general, continuamos haciendo frente a niveles de incertidumbre muy elevados. Bajo estas circunstancias, es indispensable mantener una política monetaria prudente y tener presente que la posibilidad de nuevos aumentos de la tasa de interés de referencia persiste. Naturalmente, una acción de esta naturaleza dependerá de un análisis exhaustivo del comportamiento de la inflación, sus perspectivas y los riesgos derivados de factores tanto internos como externos. También será preciso continuar evaluando cuidadosamente las posibles implicaciones de las acciones monetarias para la actividad económica.

Finalmente, quisiera concluir señalando que, no obstante el entorno de elevada incertidumbre que enfrenta la economía mexicana, así como la persistencia de riesgos de consideración, esta cuenta con fundamentos que proporcionan una base firme para enfrentarlos. Sin embargo, también es cierto que existen importantes tareas aún pendientes, particularmente para el mediano y largo plazos. Por tanto, es indispensable asegurar la preservación

de nuestros logros, y continuar edificando sobre los cimientos del progreso alcanzado, con miras a adoptar las medidas adicionales que sean requeridas para superar los desafíos remanentes.