

"NUEVOS RETOS PARA LOS BANCOS CENTRALES DE LATINOAMÉRICA". INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, EN EL SEMINARIO SOBRE VOLATILIDAD FINANCIERA E INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO, ORGANIZADO POR EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ Y EL BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Cusco, Perú, 25 de julio de 2017.¹

En los últimos años, los bancos centrales de las economías emergentes han enfrentado un entorno externo complicado. Las políticas monetarias implementadas por las economías avanzadas tras la crisis financiera mundial, en conjunto con episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales, a su vez derivados de una combinación de factores, han resultado en un incremento sustancial de la volatilidad de los flujos de capital. Asimismo, las economías emergentes han tenido que hacer frente a un entorno económico mundial caracterizado por tasas de crecimiento potencial más bajas, una disminución de los precios de las materias primas, un creciente sentimiento antiglobalización y acontecimientos de naturaleza geopolítica. La combinación de dichos factores ha generado una situación de gran incertidumbre. Por si ello fuera insuficiente, la crisis financiera mundial ha erosionado la confianza en nuestro entendimiento tanto de la ciencia económica como sobre la manera adecuada de implementar la política monetaria bajo las circunstancias actuales.

La experiencia de México en los últimos años proporciona un ejemplo de la naturaleza y magnitud de los desafíos que han enfrentado nuestros bancos centrales. Desde mediados de 2014, el país ha sido afectado por una

¹ 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.

combinación de choques externos. En buena medida, la evolución actual de la economía ha estado determinada por el impacto de dichos choques, así como por la política económica que se ha implementado en respuesta a ellos. Permítanme referirme brevemente a algunos de los más relevantes:

1. El precio de la mezcla mexicana de petróleo para exportación cayó de aproximadamente 100 dólares por barril en junio de 2014 a alrededor de 45 dólares por barril actualmente. Aunque la participación del petróleo tanto en las exportaciones como en el PIB es relativamente modesta, representa una parte importante de los ingresos públicos. Por tanto, estos acontecimientos han tenido implicaciones de consideración para las finanzas públicas. De hecho, si consideramos el impacto simultáneo de la reducción de los precios y la producción de petróleo, el resultado es una disminución de los ingresos públicos anuales provenientes de esta fuente de aproximadamente 5 por ciento del PIB en comparación con lo registrado en 2012.
2. Tras un prolongado periodo con tasas de interés cercanas a cero, la Reserva Federal comenzó a incrementar el objetivo para la tasa de fondos federales a fines de 2015. Si bien este choque afecta a las economías emergentes en general, sus implicaciones para México son particularmente importantes, en virtud tanto de la estrecha relación económica entre ambos países, como de la apertura de México a los flujos de capital del exterior.
3. Entre diciembre de 2014 y finales de 2016 se observó una recesión en el sector industrial en Estados Unidos. Además, en un contexto de debilidad del comercio mundial, las exportaciones e importaciones de

ese país se estancaron durante gran parte de ese periodo. Esto tuvo importantes repercusiones en la economía mexicana, ya que los sectores industriales de ambos países están estrechamente integrados, al tiempo que las exportaciones de Estados Unidos al resto del mundo utilizan de manera intensiva bienes manufactureros mexicanos como insumos.

4. Los resultados del proceso electoral en Estados Unidos en 2016 incrementaron sustancialmente la incertidumbre en torno a la relación económica futura entre ese país y México. En particular, surgió preocupación por la evolución de las negociaciones del TLCAN, la política fiscal en Estados Unidos y las potenciales acciones que pudieran emprenderse en las áreas de migración y remesas. Aunque la posibilidad de escenarios extremos ha disminuido de manera importante, la incertidumbre al respecto no se ha disipado.

Los retos para la implementación de la política monetaria derivados de estos choques se han acentuado como resultado de otras características de la economía mexicana. En particular, el elevado nivel de las tenencias de valores públicos nacionales por parte de inversionistas extranjeros (alrededor de 30 por ciento del total en circulación) pudiera haber incrementado la sensibilidad de los flujos de capital ante eventos tanto externos como internos. Además, dada la alta liquidez del peso mexicano en los mercados internacionales, la moneda se ha utilizado como instrumento para la cobertura de riesgos no relacionados con la evolución de la economía nacional, dando lugar a la posibilidad de mayor volatilidad y presiones sobre el peso.

En este contexto, el peso mexicano ha registrado una significativa depreciación en los últimos años. De septiembre de 2014 a fines de julio de este año, la depreciación del peso ante el dólar estadounidense asciende a alrededor de 36 por ciento, habiendo incluso superado el 60 por ciento en una parte de ese lapso. Principalmente como resultado de la mayor credibilidad del Banco Central, los efectos del traspaso del tipo de cambio a la inflación han disminuido significativamente a lo largo de los años. De hecho, en la actualidad, dichos efectos siguen siendo relativamente bajos en comparación con otras economías emergentes. Sin embargo, la depreciación del peso se ha reflejado inevitablemente en un alza en los precios de bienes comercializados internacionalmente, consecuentemente afectando a la inflación. El traspaso se ha hecho más evidente en meses recientes.

Las presiones inflacionarias en México no han sido resultado únicamente de la depreciación del peso. En un esfuerzo por fortalecer las finanzas públicas y apoyar el proceso de reforma del sector energético, los precios de la gasolina se incrementaron de manera significativa a principios de 2017 y se liberalizaron los precios internos del gas. Estas acciones se conjugaron con otros choques de oferta² y la depreciación del peso antes mencionada. Así, después de haber permanecido por debajo del objetivo de 3 por ciento del Banco de México durante 17 meses consecutivos, la tasa de inflación aumentó a 3.1 por ciento en octubre de 2016 y a 6.3 por ciento en la primera quincena de julio de 2017, muy por encima del intervalo de variabilidad de +/- 1 por ciento alrededor del objetivo de inflación.

² Específicamente, el aumento de los precios de los productos agrícolas, el incremento del salario mínimo y el ajuste al alza de las tarifas del transporte público.

El PIB en México ha crecido de manera moderada pero sostenida en los últimos años, implicando un cierre gradual de una brecha del producto negativa. Al primer trimestre de 2017, un conjunto de indicadores sugiere una brecha del producto de alrededor de cero. Sin embargo, en buena medida como resultado de los choques que han afectado a la economía, y especialmente la incertidumbre sobre la futura relación económica con Estados Unidos, se observan señales de desaceleración, aunque de menor magnitud que lo originalmente previsto. En consecuencia, se anticipa que en los próximos meses la brecha del producto se torne nuevamente negativa.

Así, la política monetaria en México se ha enfrentado a una situación con características mixtas. Por un lado, se observa un aumento significativo de las presiones inflacionarias, en un contexto de tendencia al alza de la tasa de fondos federales de Estados Unidos y un ambiente de elevada incertidumbre en gran parte originado por las acciones de política que pudieran implementarse en varios ámbitos en ese país. Por otro lado, no se perciben presiones significativas sobre los precios por el lado de la demanda, al tiempo que las perspectivas apuntan a un debilitamiento de la actividad económica.

¿Cuál ha sido la respuesta de política monetaria?

Desde finales de 2015, en el contexto de un esquema de objetivos de inflación, el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día se ha incrementado en 400 puntos base, a un nivel de 7.0 por ciento. Dicha respuesta se explica por una combinación de factores:

1. El incremento de las tasas de interés en Estados Unidos. Bajo condiciones de estrechos vínculos económicos con ese país, una

sustancial apertura a los flujos de capital del exterior, cuantiosas inversiones extranjeras en el mercado interno de bonos y un entorno de gran incertidumbre, desvincularse de las acciones tomadas por la Reserva Federal habría implicado altos riesgos para el tipo de cambio y la inflación en México.

2. El impacto potencial de la depreciación del peso sobre los precios. En vista de los rezagos con que opera la política monetaria y de la apertura de la economía mexicana al comercio internacional, la mayoría de las acciones de política monetaria durante 2016 fueron de naturaleza preventiva y orientadas a contener el efecto del traspaso del tipo de cambio a los precios.
3. Las implicaciones para la inflación de una multiplicidad de choques simultáneos de oferta. Bajo condiciones normales, estos habrían implicado un cambio en precios relativos sin efectos permanentes en la inflación. Sin embargo, en este caso, el riesgo se deriva de los potenciales efectos de segundo orden que pudieran generarse, dada la magnitud y simultaneidad de dichos choques, en el contexto de una fuerte depreciación del tipo de cambio.

El objetivo general de este enfoque prudente de política monetaria es lograr una convergencia gradual de la inflación al objetivo, al menor costo posible para la actividad económica.

Es importante subrayar que la política monetaria ha contado con el apoyo de acciones en otros frentes. Para asegurar un funcionamiento ordenado del mercado cambiario, se han llevado a cabo intervenciones esporádicas o previamente anunciadas en este mercado y, en fechas más recientes, se

introdujo un mecanismo de coberturas de riesgo cambiario por hasta 20,000 millones de dólares que no involucra el uso de reservas internacionales. Esta estrategia es congruente con un régimen de tipo de cambio flexible que desempeña un papel clave en la absorción de choques y permite que las fuerzas del mercado determinen el tipo de cambio real de equilibrio. También es importante destacar que, en el contexto de un aumento de la deuda pública como proporción del PIB, se ha anunciado un importante ajuste fiscal para 2017 y años posteriores. La implementación de dichas medidas debiera ampliar los márgenes de maniobra para la política monetaria. Asimismo, el sistema bancario está bien capitalizado y es rentable, mientras que el sector financiero, en general, no parece enfrentar riesgos de naturaleza sistémica.

La estrategia adoptada ha dado resultados satisfactorios hasta el momento. Las expectativas de inflación para el cierre de 2017 han aumentado de manera considerable, alcanzando cifras por encima de la cota superior del intervalo de variabilidad alrededor del objetivo de inflación. No obstante, para 2018 se espera un fuerte descenso y, para fines de ese año, se anticipa que la inflación registre cifras dentro del intervalo. Adicionalmente, no existe evidencia de efectos de segundo orden derivados de los choques que han afectado la evolución de los precios. Cabe destacar también que, aunque se proyecta una desaceleración de la actividad económica en 2017, se espera que esta sea gradual y, como se ha mencionado anteriormente, se encuentre fuertemente influenciada por acontecimientos externos. Además, el aumento de las tasas de interés de corto plazo en México ha desincentivado el uso del peso para la cobertura de riesgos en otras economías emergentes.

Quiero hacer notar que, a pesar de los resultados observados hasta la fecha, los riesgos inflacionarios persisten. Las expectativas de inflación para el largo plazo basadas en encuestas han permanecido relativamente estables, aunque se encuentran por arriba del objetivo. De igual modo, el diferencial entre los rendimientos nominales y reales de los bonos gubernamentales permanece en niveles superiores a los observados en 2016, lo que sugiere preocupación sobre la evolución de la inflación en México a mediano y largo plazo.

Asimismo, es probable que persista un entorno de gran incertidumbre, sobre todo en vista de las negociaciones en curso sobre el TLCAN, otras potenciales acciones por parte del gobierno de Estados Unidos, la normalización de la política monetaria en ese país y el proceso electoral de 2018 en México. Por tanto, la posibilidad de presiones adicionales sobre el peso derivadas de estos y otros factores no ha desaparecido. Además, el riesgo de efectos de segundo orden generados por los choques de oferta recientes, si bien aún contenidos, no se ha disipado. Bajo tales circunstancias, es indispensable mantener una implementación cautelosa de la política monetaria.

¿Qué lecciones se pueden derivar de la experiencia mexicana reciente?

Quisiera aclarar que cualquier comentario al respecto debe tomarse como preliminar, puesto que el proceso de ajuste a los retos enfrentados no ha concluido. También debe tenerse en cuenta que la experiencia de un país no puede considerarse, de manera automática, adecuada para otras economías. Con estas salvedades, destacaría lo siguiente:

1. El régimen de objetivos de inflación ha sido un marco eficiente para la implementación de la política monetaria en México bajo las condiciones actuales de la economía mundial.
2. Una respuesta oportuna y bien ponderada de la política monetaria ante presiones inflacionarias es esencial para minimizar el esfuerzo de política. En otras palabras, el incremento acumulado de las tasas de interés necesario para contener las presiones al alza sobre la inflación será mayor si la respuesta inicial es tardía o insuficiente.
3. Con frecuencia, los bancos centrales deberán hacer frente a presiones inflacionarias aun en presencia de un crecimiento débil del PIB. Los costos de las acciones de política monetaria para la actividad económica deben considerarse en comparación con la alternativa. Indudablemente, dichos costos serán mayores de surgir efectos de segundo orden sobre los precios. Por otra parte, la definición del periodo para lograr la convergencia al objetivo de inflación es un elemento crucial.
4. El tipo de cambio puede tener un efecto significativo sobre los precios internos en economías muy abiertas al comercio exterior. No es posible afirmar *a priori* si esto justifica una acción de política monetaria. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el tamaño del coeficiente de traspaso puede estar muy relacionado con la respuesta de política monetaria y que, después de cierto umbral, la depreciación del tipo de cambio puede tener efectos no lineales.
5. Normalmente, un cambio en precios relativos no justifica una respuesta de política monetaria. Sin embargo, dependiendo de su magnitud, el

impacto simultáneo de varios choques de esta naturaleza puede incrementar el riesgo de efectos de segundo orden.

6. El ajuste ante choques externos no debe recaer excesivamente en la política monetaria. El apoyo adecuado de otros instrumentos de política es fundamental para minimizar los costos para la economía.
7. Un esquema de tipo de cambio flexible puede jugar un papel crucial para suavizar el proceso de ajuste a choques externos. Sin embargo, un tipo de cambio flotante también puede ir acompañado de gran volatilidad y acarrear otros costos y, por tanto, frecuentemente será necesario buscar mecanismos apropiados para propiciar un funcionamiento ordenado del mercado cambiario.
8. La política fiscal tendrá que responder a menudo a choques de naturaleza externa y, en muchas ocasiones, será de hecho la herramienta clave de política. Una implementación adecuada de la política fiscal aumenta los grados de libertad para el manejo de la política monetaria. Desde luego, la estabilidad financiera es otra pieza crucial en este sentido.
9. La comunicación, instrumento clave para la implementación de la política monetaria, debe manejarse con cuidado en vista de la posibilidad de malentendidos y sobrerreacciones por parte de los mercados.
10. Bajo una situación de incertidumbre mayor a la usual, generalmente será preferible errar por el lado de la cautela.