

**“POLÍTICA MONETARIA EN UN ENTORNO DE PRESIONES INFLACIONARIAS”. INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, EN EL “MEXICO ENERGY AND INFRASTRUCTURE FORUM” DE SCOTIABANK. Ciudad de México, 23 de mayo de 2017.<sup>1</sup>**

Permítanme antes de iniciar mi presentación agradecer a los organizadores la invitación a participar en este importante foro.

La economía mexicana sigue enfrentando una situación internacional que, si bien ha mejorado recientemente, se mantiene complicada y presenta una serie de retos de consideración. Por una parte, la actividad económica mundial y, de particular importancia para México, tanto la producción industrial global como el comercio internacional, parecen estar iniciando una fase de recuperación más acelerada. Además, las proyecciones más recientes del FMI anticipan que a partir de este año se observe un gradual repunte de la tasa de crecimiento del PIB mundial, misma que había venido presentando una tendencia a la baja en años recientes, para registrar en 2016 su menor lectura desde 2009. Se espera que el volumen de comercio internacional de bienes y servicios siga un patrón similar, al tiempo que los precios del petróleo y otros energéticos, y en general de las materias primas, han continuado recuperándose tras alcanzar niveles mínimos multianuales a principios de 2016.

---

<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.

En Estados Unidos, después de la desaceleración registrada en los primeros meses de este año, el ritmo de expansión del PIB parece estar fortaleciéndose, tendencia que se espera se mantenga durante los próximos trimestres. Además, se proyecta que la producción industrial vuelva a registrar tasas de crecimiento positivas a partir de este año, tras haberse contraído durante 2015 y 2016. Lo anterior, en un contexto de mayor dinamismo de su sector externo, tanto por el lado de las importaciones como de las exportaciones. Esto último es de gran relevancia para nuestro país, en virtud de los estrechos vínculos existentes entre el sector industrial de México y la actividad industrial y el comercio exterior en Estados Unidos.<sup>2</sup> También es importante tomar en cuenta que las señales en cuanto al rumbo de la política económica por parte de la actual administración de ese país han mejorado, percibiéndose en general una menor probabilidad de escenarios extremos.

A pesar de lo anterior, persiste un elevado nivel de incertidumbre respecto de la evolución futura de la economía mundial, como resultado de una diversidad de factores. A nivel global, las principales preocupaciones giran en torno a la salida del Reino Unido de la Unión Europea, el potencial fortalecimiento de posturas proteccionistas y en contra de la globalización, las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras en China y otras economías emergentes, así como la latente posibilidad de conflictos de orden geopolítico en diversas regiones del mundo. En relación a Estados Unidos, las principales fuentes de incertidumbre se derivan del proceso de normalización de la política

---

<sup>2</sup> En este último caso, ya sea a través de la compra de insumos para las exportaciones estadounidenses o de importaciones directas de bienes mexicanos.

monetaria por parte de la Reserva Federal y de que, no obstante la mejora observada recientemente, no existe suficiente claridad sobre las futuras acciones de la administración de ese país en distintos ámbitos.

La actividad económica en México mostró durante el primer trimestre de 2017 un desempeño mejor de lo anticipado ante las complejidades que presenta el entorno externo. Por el lado de la demanda agregada, no se observó una trayectoria uniforme de sus principales componentes. El consumo privado continuó creciendo, si bien con indicios de desaceleración, mientras que el gasto en inversión siguió debilitándose. De manera simultánea, las exportaciones continuaron repuntando, impulsadas por la recuperación de la producción industrial y el comercio exterior en Estados Unidos, así como la depreciación que durante los últimos años ha acumulado el peso. Esta trayectoria divergente también se observó entre los componentes de la oferta agregada, como lo ilustra la expansión del sector de servicios y el estancamiento de la producción industrial, aunque con una tendencia alcista de la producción manufacturera.

La evaluación de la posición cíclica de la economía se dificulta en virtud de que los resultados del primer trimestre están influidos por factores de naturaleza aritmética. Al diluirse este efecto, la desaceleración de la actividad económica debería hacerse más evidente. En general, las proyecciones para el crecimiento del PIB en 2017 apuntan a una desaceleración gradual de la economía año con año, pero con tasas de crecimiento para los últimos 9 meses de 2017 significativamente inferiores a las observadas a lo largo de 2016. De

esta forma, si bien la holgura en la economía parece haber prácticamente desaparecido, el anticipado debilitamiento de la actividad económica debería contener el surgimiento de presiones de demanda en los próximos meses.

En la desaceleración de la economía influyen varios factores. El gasto privado en consumo podría verse adversamente afectado por la disminución de los salarios reales derivada del incremento de la tasa de inflación, en combinación con los bajos niveles de confianza de los hogares. Al mismo tiempo, los elevados niveles de incertidumbre podrían continuar pesando sobre la confianza del sector empresarial, incidiendo en el comportamiento de la inversión a lo largo del año. Por otra parte, ante la expectativa de un repunte de la producción industrial en Estados Unidos, incluyendo la manufacturera, las exportaciones mexicanas deberían continuar con su proceso de recuperación. Lo anterior implicaría un crecimiento más balanceado de los distintos componentes de la demanda agregada, aunque a un ritmo menor que el observado en 2016. Cabe señalar también que se prevé un repunte gradual de la actividad económica en 2018.

El ritmo de crecimiento de los precios ha aumentado de manera importante durante 2017. Tanto la inflación general como la subyacente han mostrado una tendencia al alza, registrando lecturas mayores a las previstas. Así, en lo que va del año, la inflación general se ha ubicado muy por encima del límite superior del intervalo de variabilidad asociado al objetivo permanente de 3 por ciento, en lo fundamental como resultado de un efecto más evidente de la depreciación cambiaria sobre los precios, el ajuste de las cotizaciones de los

energéticos, los mayores precios de los productos agropecuarios, el aumento al salario mínimo y, más recientemente, alzas de las tarifas del transporte público.

Cabe señalar que el porcentaje de la canasta del INPC que registra tasas de crecimiento mayores a 4 por ciento ha seguido incrementándose, alcanzando en abril una cifra superior a 60 por ciento en el caso de la general y de alrededor de esa cifra en la subyacente.

Se espera que la inflación anual siga aumentando en los próximos meses, para descender en la segunda mitad del año y más pronunciadamente a partir de inicios de 2018. Lo anterior como resultado de las acciones de política monetaria implementadas desde finales de 2015, que han resultado en un incremento acumulado de la tasa de interés de referencia de 375 puntos base; la desaparición gradual del impacto de los choques que han afectado la inflación; la desaceleración de la actividad económica; y efectos de naturaleza aritmética. Las expectativas de inflación derivadas de encuestas muestran un patrón de comportamiento congruente con esta trayectoria. No obstante, cabe aclarar que las expectativas para el cierre de este año se han incrementado de manera significativa y para finales de 2018 se ubican en niveles por encima de la meta.

Las expectativas de inflación de largo plazo obtenidas a través de encuestas se han mantenido estables alrededor de 3.5 por ciento. Por su parte, los diferenciales entre las tasas de interés nominales y reales sobre valores

gubernamentales han mostrado un comportamiento volátil a lo largo de los últimos meses, y si bien han descendido de los elevados niveles alcanzados a finales del año pasado y principios de este, siguen registrando cifras relativamente elevadas. Es difícil obtener una estimación precisa de las expectativas de inflación a partir de instrumentos de mercado, ya que estos incorporan, además de las expectativas de inflación, distintos factores de riesgo. Sin embargo, dichas métricas sugieren en la actualidad preocupación en los mercados por la evolución de la inflación en el largo plazo.

A mi juicio el balance de riesgos para el comportamiento de la inflación durante este año y el siguiente conserva un sesgo al alza. Hasta la fecha, no parecen haberse generado efectos de segundo orden sobre la inflación. Por una parte, como ya señalé, las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen estables. Además, si bien el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios ha aumentado, esto obedece fundamentalmente a los efectos sobre los costos del incremento de los precios de los energéticos, menores reducciones de los precios de telecomunicaciones y factores de tipo estacional. No obstante, en virtud de la desfavorable trayectoria de la inflación y la diversidad de choques que han incidido sobre la misma, el riesgo de efectos de segundo orden se ha acentuado. A lo anterior cabe agregar la posibilidad de presiones adicionales sobre el tipo de cambio o, incluso, de un coeficiente de traspaso mayor.

Por su parte, el tipo de cambio del peso frente al dólar ha mostrado una apreciación importante durante 2017. Además de los ajustes a la tasa de

referencia que ha llevado a cabo el Banco de México, a lo anterior ha contribuido también la implementación del programa de coberturas contra riesgos cambiarios por parte de la Comisión de Cambios, así como la percepción de menores riesgos derivados de posibles acciones de la administración de Estados Unidos con efectos nocivos para México y de la situación de las finanzas públicas en nuestro país.

Sin embargo, la paridad del peso frente al dólar sigue mostrando una elevada sensibilidad a información en distintos ámbitos, y especialmente a la posible evolución de la relación económica entre México y Estados Unidos. En virtud de lo anterior, y de la presencia de otros factores de riesgo, tanto externos como internos, el potencial de fluctuaciones pronunciadas del tipo de cambio del peso en los próximos meses se mantiene latente. También es necesario tener en cuenta que la depreciación acumulada del peso desde septiembre de 2014 asciende a más de 40 por ciento, por lo que la posibilidad de un efecto rezagado sobre los precios no puede descartarse.

Los factores que han incidido en la apreciación del peso a lo largo de 2017 también se han reflejado de manera favorable sobre otras variables financieras en la economía. En particular, las tasas de interés internas de mediano y largo plazo, así como su diferencial con respecto a las de Estados Unidos, han disminuido a lo largo del año, resultando en un aplanamiento de la curva de rendimientos. Asimismo, los indicadores de solvencia soberana de nuestro país han logrado más que revertir el deterioro registrado tras la culminación del proceso electoral del año pasado en Estados Unidos, si bien

todavía se encuentran en niveles elevados en relación a otras economías con calificación crediticia similar.

En resumen, la política monetaria en México enfrenta un escenario con implicaciones contrapuestas. En un sentido, la actividad económica presenta indicios de desaceleración, por lo que parece poco probable que se presenten presiones de demanda sobre los precios en los próximos meses, al tiempo que las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen estables. En sentido opuesto, el crecimiento de los precios ha superado las expectativas, las presiones sobre la inflación han seguido generalizándose y los riesgos al alza para esta se han acentuado.

En un entorno de esta naturaleza, es indispensable un enfoque de política monetaria prudente. De otra forma, la posibilidad de un desanclaje de las expectativas de inflación y una pérdida de credibilidad en la autoridad monetaria puede verse materializada. De hecho, ante un panorama en el cual se anticipa que la inflación se mantenga significativamente por encima del límite superior del intervalo de variabilidad asociado a la meta del Banco de México durante el resto de este año, que se observen nuevos aumentos de la tasa de fondos federales en Estados Unidos y que persista un entorno de elevada incertidumbre con efectos potenciales sobre el tipo de cambio y los precios, a mi juicio es probable que se requieran nuevos ajustes de la tasa de referencia en México en los próximos meses.

Por otra parte, los márgenes de maniobra para la implementación de la política monetaria deberán irse ampliando conforme se haga evidente una trayectoria de convergencia de la inflación hacia la meta y el fortalecimiento de las finanzas públicas derivado de los ajustes anunciados por las autoridades fiscales se vaya consolidando.