

PERSPECTIVAS Y RETOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

ARTURO ANTÓN*

INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS
SUPERIORES DE MONTERREY, ESCUELA DE
CIENCIAS SOCIALES Y GOBIERNO

RESUMEN

En este artículo se discuten las perspectivas y retos de la política monetaria en México para los próximos años. Para ello, se analiza tanto la evolución reciente de la economía mundial y de México, como sus proyecciones al futuro. Estas perspectivas se evalúan a la luz de la Nueva Síntesis Neoclásica, que es el paradigma con mayor aceptación entre los macroeconomistas académicos y banqueros centrales hoy en día. El análisis sugiere que el Banco de México continuará su ciclo de disminución de su tasa de interés objetivo iniciado en agosto de 2019, aunque existe incertidumbre sobre el ritmo al cual ésta disminuirá durante los próximos dos años. Finalmente, se discuten los retos que enfrenta la política monetaria en un contexto de continuo deterioro en la confianza empresarial y del consumidor.

ABSTRACT

This article discusses the perspectives and challenges of Mexican monetary politics in the coming years. It analyzes the recent evolution of both global and Mexican economy, as well as its future projections. These perspectives are analyzed through the lens of the New Neoclassical Synthesis, which is the most accepted paradigm among both macroeconomics scholars and bankers. The analysis suggests that the Bank of Mexico will continue seeing a decline in its objective interest rate started in August of 2019, though the rate of decline is uncertain in the next two years. Finally, the article discusses the challenges faced by monetary policy in the context of diminished entrepreneurial and consumer trust.

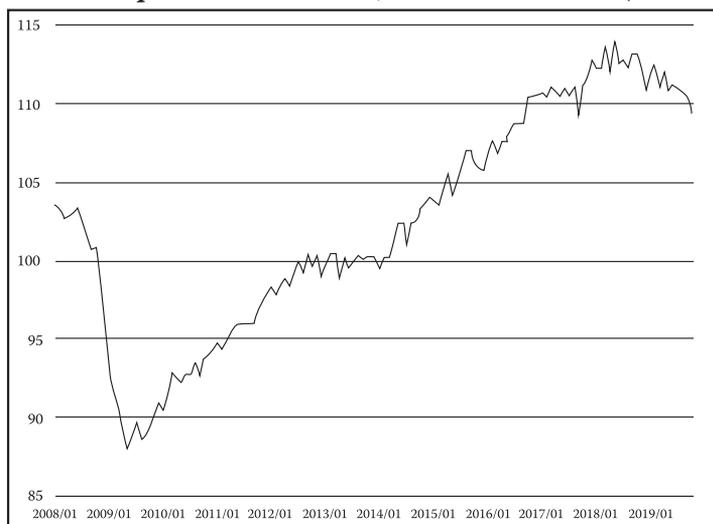
* A menos que se especifique lo contrario, este documento se elaboró con información disponible al 31 de enero de 2020. Agradezco los valiosos comentarios de Víctor Manuel Godínez a una versión previa del documento.

1. Introducción

Los diez años más recientes han sido testigos del periodo más largo de expansión económica en la historia contemporánea de México. De acuerdo con el Indicador Compuesto coincidente del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), la expansión económica inició a mediados del 2009 (véase la Figura 1). Sin embargo, desde hace ya varios meses la actividad económica ha registrado una desaceleración en algunos rubros y en otros más ha exhibido una franca contracción. A juzgar por el desempeño del mismo indicador, la economía mexicana habría entrado en recesión hacia mediados del año 2018, lo cual significa que este periodo extraordinario de expansión habría tenido una duración de alrededor de 108 meses.¹

Figura 1

Indicador Compuesto Coincidente, 2008M1-2019M10 (2013 = 100)



Fuente: INEGI.

1 Para el periodo 1980-2009, las expansiones en México han tenido una duración promedio entre 43 y 46 meses. La expansión más larga en dicho periodo se registró de enero de 1987 a octubre de 1992, esto es, un total de 69 meses. Para mayores detalles, véase Antón (2011) y Heath (2011).

El objetivo del presente artículo consiste en analizar las perspectivas de la política monetaria en México para los próximos años, bajo un escenario de debilidad en la actividad económica. Para ofrecer un contexto adecuado, en la siguiente sección se presenta la evolución reciente de la economía mundial. Se destaca que el crecimiento global se ha desacelerado desde el año 2018, mientras que en Estados Unidos dicha desaceleración comenzó a registrarse a partir de 2019. Dado que México es una economía abierta y estrechamente ligada a la estadounidense, no resulta sorprendente que la dinámica económica de nuestro país también muestre recientemente signos de debilidad. Como lo sugieren los datos, este debilitamiento también está explicado por factores domésticos e, inclusive, éstos serían los principales responsables del bajo desempeño económico.

En la sección 3 se ofrecen las perspectivas para la economía mundial y doméstica durante los próximos años. Para la economía global se prevé una recuperación gradual en su tasa de crecimiento, mientras que para México se espera un crecimiento modesto y por debajo de su nivel de largo plazo. Respecto a las tasas de inflación, la expectativa es que éstas se mantengan relativamente estables tanto en el mundo como en México.

Con el objeto de tener una mejor comprensión sobre la conducción de la política monetaria, la sección 4 presenta brevemente algunos postulados relevantes de teoría y política monetaria bajo el esquema de la Nueva Síntesis Neoclásica (NSS). La NSS se ha constituido hoy en día en el paradigma con mayor aceptación entre los macroeconomistas académicos y los banqueros centrales. Finalmente, la sección 5 discute las perspectivas de la política monetaria en México, con base en la información disponible al día de hoy.

2. Evolución reciente de la economía global

2.1 Panorama internacional

Para el año 2019, se estima que la economía mundial crezca a un ritmo menor al del periodo 2017-2018. En específico, la economía se encuentra en una etapa de desaceleración, desde una tasa de 3.8% en 2017 a una

tasa esperada de 2.9% en 2019 (véase Tabla 1). Esta desaceleración ha sido evidente tanto en los países desarrollados de la zona euro, Norteamérica y Asia, como en los países en desarrollo, que incluye a China e India.

Tabla 1
Tasa de crecimiento del PIB y de inflación
en distintos grupos de países, 2017-2019
(porcentajes)

Grupo de países	PIB			Inflación		
	2017	2018	2019 (estimado)	2017	2018	2019*
Mundo	3.8	3.6	2.9	3.2	3.6	3.4
Economías avanzadas	2.5	2.3	1.7	1.7	2.0	1.5
Zona euro	2.5	1.9	1.2	1.5	1.8	1.2
Economías del G7	2.3	2.1	1.6	1.8	2.1	1.6
Economías en desarrollo	4.8	4.5	3.7	4.3	4.8	4.7
Asia	6.6	6.4	5.6	2.4	2.6	2.7
Europa	3.9	3.1	1.8	5.4	6.2	6.8
América Latina y el Caribe	1.2	1.1	0.1	6.0	6.2	7.2
Medio Oriente y Asia Central	2.3	1.9	0.8	6.7	9.9	8.2
África Subsahariana	3.0	3.2	3.3	10.9	8.5	8.4

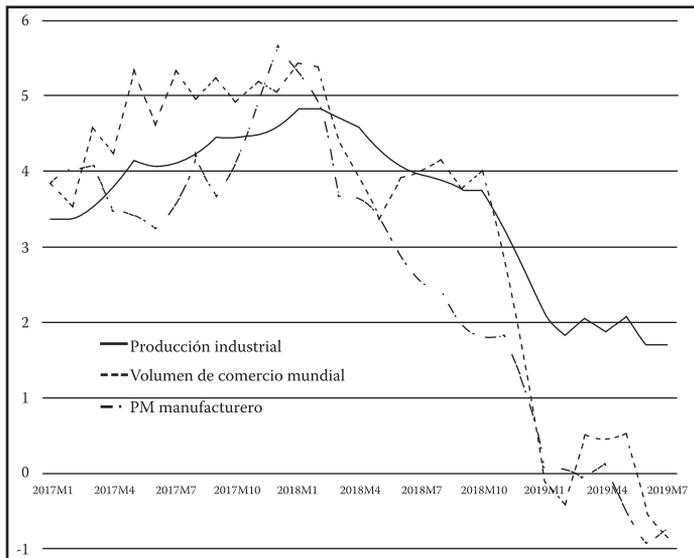
Fuente: FMI (2019; 2020).

* Información a julio.

La desaceleración mundial ha venido acompañada de una disminución en la producción industrial global y el volumen mundial de comercio (véase la Figura 2a). Esta caída se debe primordialmente a tres factores: *a)* la caída en la producción y venta de automóviles; *b)* la debilidad en el clima de negocios, en un contexto de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China (véase la Figura 2b); y *c)* la desaceleración en la demanda en China, provocada por sus políticas domésticas de contención

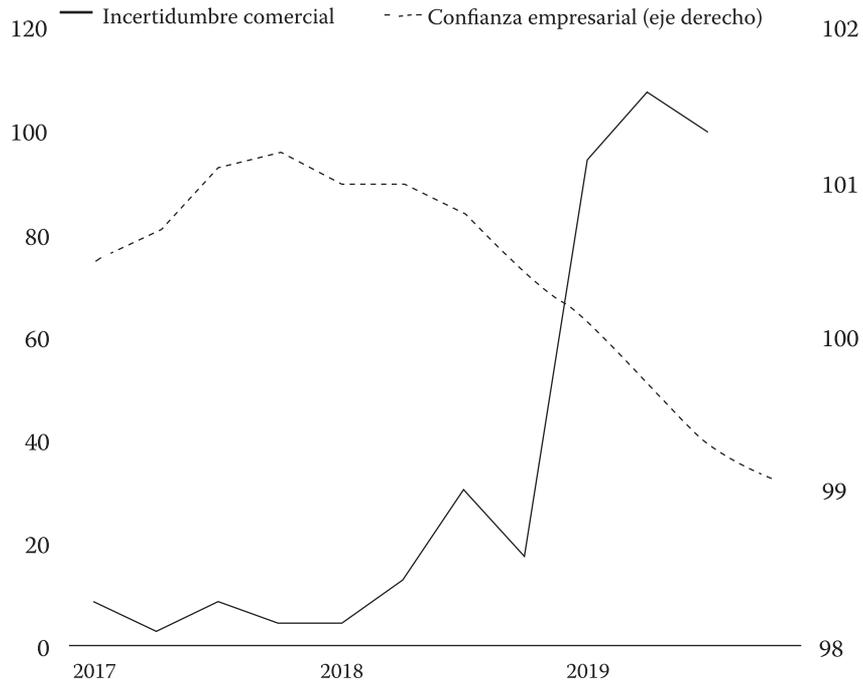
de deuda y exacerbada a su vez por el conflicto con nuestro país vecino. Al respecto, se estima que la imposición de aranceles anunciada en mayo y agosto de 2019 incrementó los aranceles estadounidenses a las importaciones provenientes de China, desde un nivel de 12.2% a uno de 24% en promedio para finales de 2019. Por su parte, los aranceles impuestos por China a las importaciones desde de aquel país se incrementaron de 16.5 a 26% en promedio (FMI, 2019).

Figura 2a
Indicadores de la actividad global, 2017M1–2019M7
(cambio porcentual anual; desviaciones respecto a 50 para el PMI manufacturero)



Fuente: FMI (2019).

Figura 2b
Incertidumbre en la política comercial global y confianza empresarial (índice, 100 = promedio de largo plazo)



Fuente: Banco Mundial (2020).

Por su parte, la inflación mundial ha mostrado un comportamiento relativamente estable. La inflación del índice de precios al consumidor en los países desarrollados se ha mantenido en niveles entre 1.5 y 2.0% en años recientes (véase Tabla 1). A su vez, la inflación en países en desarrollo se ha ubicado entre 4.3 y 4.8%. La excepción es la región de América Latina y el Caribe, donde se ha registrado un incremento gradual en la inflación desde niveles de 6.0 a 7.2%. El comportamiento de la inflación en el resto

del mundo ha sido respaldado por una evolución razonablemente estable en el precio de materias primas como alimentos y metales. Inclusive, el precio de los energéticos registró disminuciones significativas durante buena parte de 2019 (FMI, 2019).

Durante 2019, los mercados financieros registraron un comportamiento volátil como resultado de la disputa comercial Estados Unidos-China ya mencionada, la incertidumbre respecto al Brexit y tensiones geopolíticas. Bajo este escenario, los principales bancos centrales de las economías avanzadas implementaron políticas acomodaticias durante la segunda parte del año. La Reserva Federal disminuyó su tasa de referencia tres veces durante el año (julio, septiembre y octubre), a un rango actual entre 1.5 y 1.75%. Por su parte, el Banco Central Europeo disminuyó su tasa de depósitos en septiembre y anunció una reactivación de su expansión cuantitativa. Estas medidas, en conjunción con la evidencia de un crecimiento mundial más débil al esperado, contribuyeron a caídas significativas en los rendimientos de los bonos soberanos, inclusive hasta alcanzar niveles negativos en los bonos a 10 años en Alemania y Japón (FMI, 2019). De esta manera, las condiciones financieras globales durante la segunda mitad del 2019 se relajaron de manera considerable.

2.2 Estados Unidos

La tasa de crecimiento del PIB en Estados Unidos se ha moderado en meses recientes. Mientras que en 2018 dicha la tasa fue de 2.9%, ésta cayó a un nivel de 2.4% en 2019 (véase Tabla 2). Por el lado de la demanda agregada, este debilitamiento se explica por una disminución en la inversión fija no residencial y en las exportaciones netas (Banco Mundial, 2020). Por su parte, la inflación también se ha atenuado, de tal manera que en 2019 se ubicó por debajo del objetivo de inflación de largo plazo de 2% planteado por la Reserva Federal. A su vez, la tasa de desempleo continúa con su tendencia hacia la baja, iniciada desde principios del año 2010.

En 2019, dicha tasa promedió 3.7%. El sólido desempeño del empleo ha permitido que tanto el consumo privado como la confianza de los consumidores sigan siendo relativamente robustos.

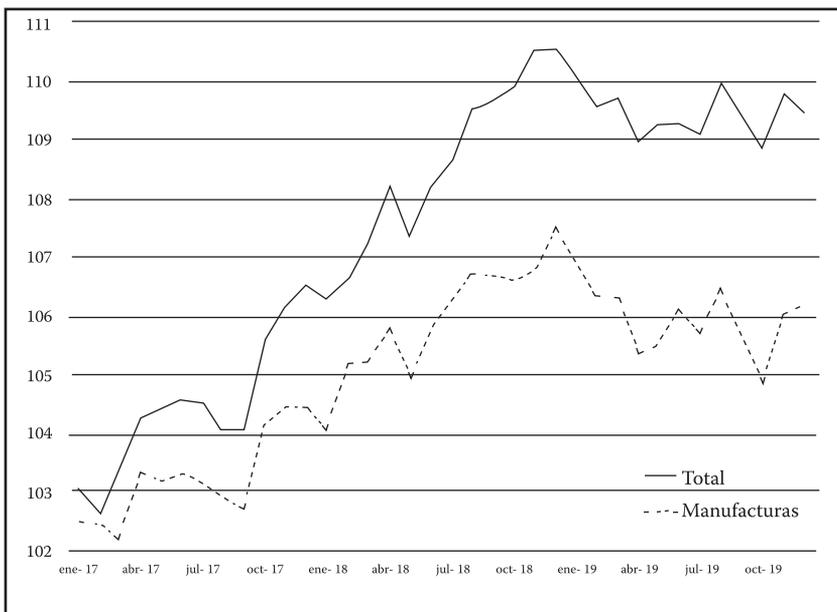
Tabla 2
Indicadores macroeconómicos en Estados Unidos, 2017-2019
(porcentajes)

Variable	2017	2018	2019
Tasa de crecimiento del PIB	2.4	2.9	2.4
Tasa de inflación	2.1	2.4	1.8
Tasa de desempleo	4.3	3.9	3.7

Fuente: Reserva Federal.

El Índice de Producción Industrial mostró una caída durante el 2019, después de haber registrado un crecimiento sostenido desde mediados de 2016 hasta diciembre de 2018 (véase la Figura 3). Un comportamiento similar se puede observar en el Índice de Producción Manufacturera. Esta caída es reflejo, entre otras cosas, de la desaceleración en la economía global y los problemas en el sector automotriz mencionados anteriormente. Como es bien sabido (Chiquiar y Ramos-Francia, 2005; Mejía *et al.*, 2006), el Índice de Producción Manufacturera de Estados Unidos es un indicador importante para comprender el desempeño de la economía mexicana.

Figura 3
Índices de Producción Industrial
en Estados Unidos, 2017M1–2019M12
(2012 = 100)



Fuente: Reserva Federal.

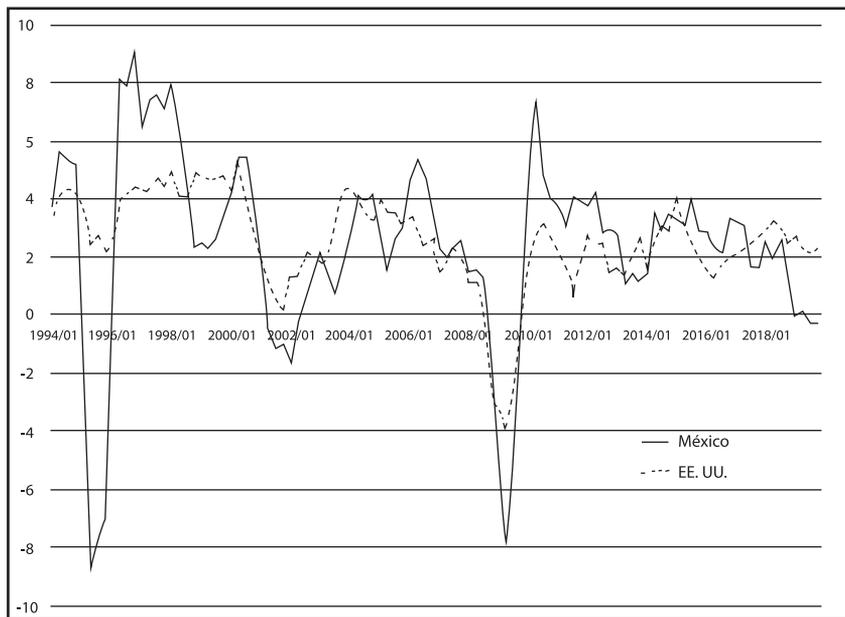
2.3 México

El desempeño reciente de la actividad económica en México ha sido francamente decepcionante. Desde el cuarto trimestre de 2018, la tasa del crecimiento del PIB ha disminuido respecto al promedio de años recientes, inclusive a niveles no vistos desde la Gran Recesión global (véase la Figura 4). Esta caída obedece en parte a la disminución en la actividad económica mundial y de Estados Unidos durante el 2019, como se mencionó anteriormente.² Sin embargo, la desaceleración ha sido mayor en

2 Por ejemplo, la correlación entre la tasa de crecimiento del PIB de México y de Estados Unidos es de 0.75 para el periodo 1997-2019.

México, lo cual indica que el débil desempeño se explica fundamentalmente por factores domésticos.

Figura 4
Tasas de crecimiento del PIB en México
y Estados Unidos, 1994T1–2019T4
(porcentajes; cifras ajustadas por estacionalidad)



Fuente: INEGI y Reserva Federal.

Para ahondar en lo anterior, la Tabla 3 muestra el comportamiento del PIB según sus sectores de actividad económica. Si bien el sector primario tuvo un comportamiento ligeramente superior a su tasa de crecimiento promedio de largo plazo, no se puede afirmar lo mismo en el resto de los sectores. En específico, el sector secundario tuvo una contracción de 1.7% anual en 2019. Esto se explica por las caídas de 6.5 y 4.9% en mi-

nería y construcción, respectivamente. Cabe señalar que la minería ha mostrado contracciones sistemáticas desde el año 2013. Esto obedece principalmente a la caída en la plataforma de la producción petrolera desde entonces. Respecto a la construcción, tanto la edificación como las obras de ingeniería civil profundizaron su tendencia negativa registrada al menos desde inicios de 2018 (Banco de México, 2019a). Los demás rubros del sector secundario y el sector terciario también registraron una fuerte desaceleración, aunque sus tasas de crecimiento fueron positivas en 2019.

Tabla 3

Producto Interno Bruto según sector de actividad

*(tasa de crecimiento anual en porcentajes;
cifras ajustadas por estacionalidad)*

	2017	2018	2019*	Promedio 1994 – 2019*
PIB	2.4	2.1	-0.1	2.4
Actividades primarias	3.3	2.4	2.1	2.0
Actividades secundarias	0.0	0.4	-1.7	1.5
Minería	-8.3	-5.7	-6.5	-0.5
Electricidad, agua y gas	-0.3	7.5	1.5	4.4
Construcción	-0.8	0.5	-4.9	1.8
Manufacturas	3.4	1.8	0.9	2.3
Actividades terciarias	3.3	2.9	0.5	2.9

Fuente: INEGI.

*Cifras al tercer trimestre de 2019 para los sectores de las actividades secundarias.

Por su parte, la Tabla 4 muestra las tasas de crecimiento de los distintos componentes de la demanda agregada, tanto para los años 2017 a 2019 como para el promedio del periodo 1994-2019. En 2019, el consumo privado creció a una tasa anual promedio de sólo 0.5%, lo cual contrasta con el crecimiento de 2.3% del año anterior. Respecto al gasto de gobierno,

éste se contrajo en 1.9% en promedio durante 2019, lo cual ilustra la política de austeridad de gasto implementada por la nueva administración del gobierno federal. Sin embargo, esta contracción es significativamente menor a la caída de 10.8% en la inversión pública. A su vez, la inversión privada sufrió una disminución de 4% en 2019, la cual refleja un ambiente de menor confianza empresarial. Si bien es cierto que la inversión privada ha registrado un bajo dinamismo desde 2016, ésta no había registrado contracciones. Por su parte, el crecimiento de las exportaciones en 2019 se debilitó como resultado de la desaceleración económica mundial mencionada con anterioridad, ubicándose por debajo de su tasa de crecimiento promedio de largo plazo. En conclusión, todos los componentes de la demanda agregada mostraron disminuciones en sus tasas de crecimiento en 2019 con respecto a lo observado el año previo.

Tabla 4

Componentes de la demanda agregada en México, 2017T1–2019T3
(tasas de crecimiento anual en porcentajes; cifras ajustadas por estacionalidad)

	2017	2018	2019*	Promedio 1994 – 2019*
Consumo privado	3.5	2.3	0.5	2.7
Consumo de gobierno	0.7	3.0	-1.9	1.7
Formación bruta de capital fijo	-1.5	0.9	-5.0	2.7
Público	-11.9	-0.9	-10.8	1.9
Privado	0.5	1.2	-4.0	3.1
Exportaciones de bienes y servicios	4.3	5.9	2.7	6.4

Fuente: INEGI.

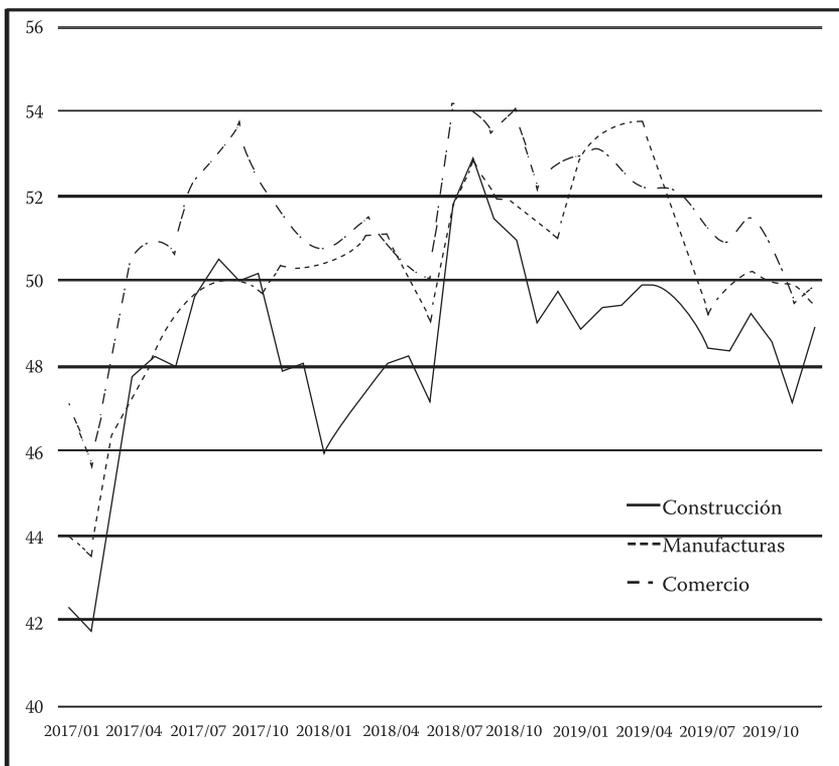
La caída en la inversión privada es consistente con el comportamiento de los indicadores de confianza empresarial en meses recientes (véase la Figura 5a). El indicador del sector de la construcción muestra caídas

graduales desde septiembre de 2018, de tal manera que se ha ubicado en terreno pesimista desde noviembre de 2018. Un patrón similar se observa en los sectores de manufacturas y comercio, aunque sus caídas son más recientes. A partir de noviembre de 2019 todos los indicadores se encuentran en terreno pesimista. Por su parte, el indicador de confianza del consumidor registra una tendencia hacia la baja desde marzo de 2019 (véase la Figura 5b).

Figura 5a

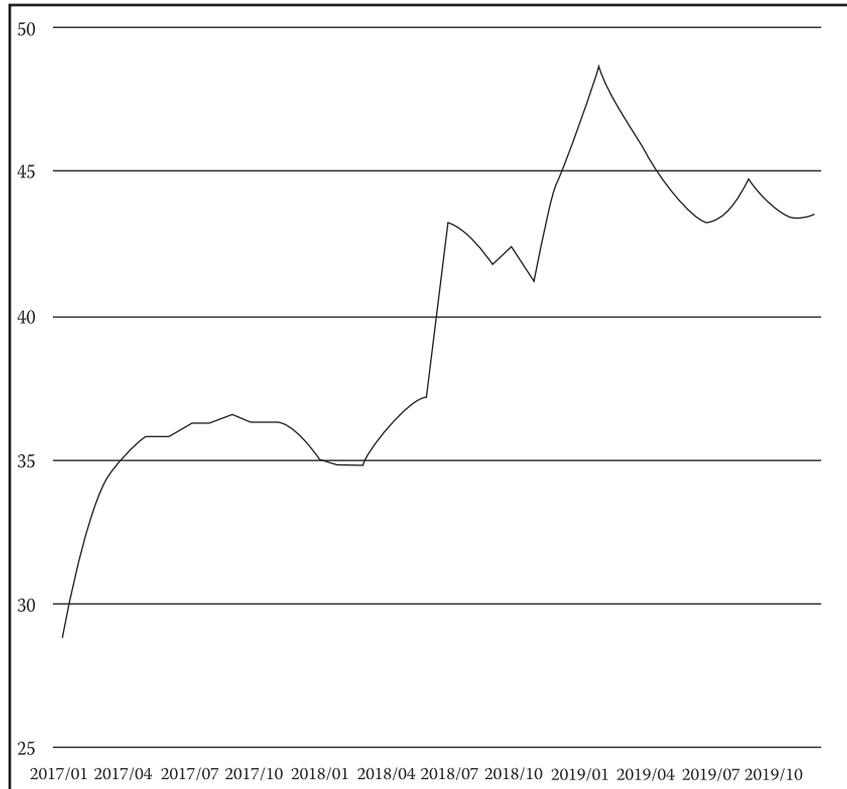
Indicadores de confianza empresarial, 2017M1–2019M12

(mayor a 50: optimismo; menor a 50: pesimismo)



Fuente: INEGI.

Figura 5b
Indicador de confianza del consumidor, 2017M1 – 2019M12

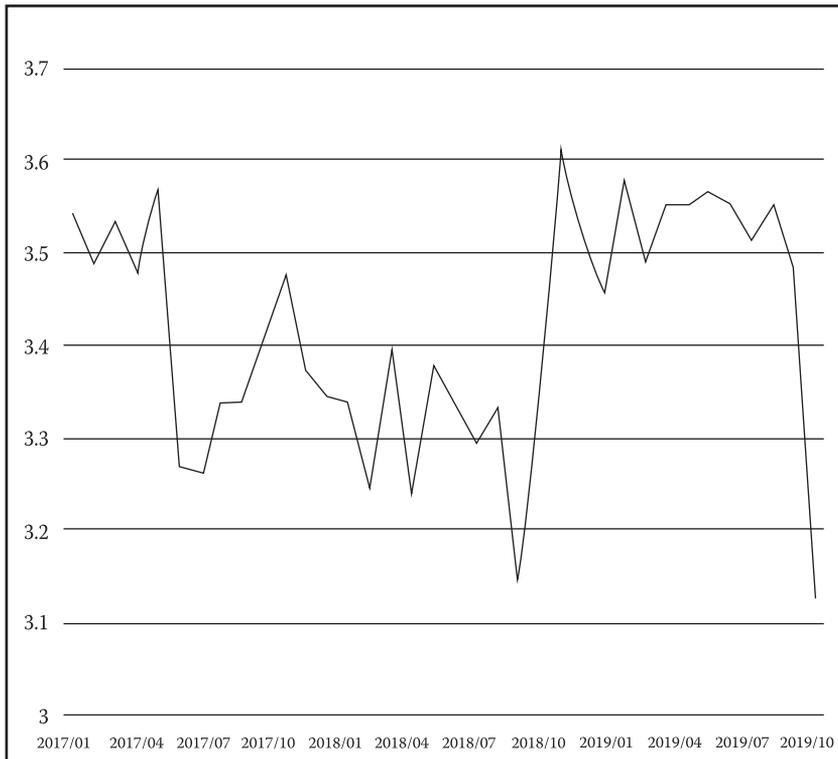


Fuente: INEGI.

Como sería de esperar, la tasa de desocupación nacional durante 2019 se incrementó con respecto a sus niveles del año anterior en general (véase Figura 6a). Sin embargo, destaca la disminución abrupta durante el mes de diciembre. Por su parte, los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero han seguido incrementándose de manera gradual. En contraste, la productividad muestra una ligera tendencia hacia la baja.

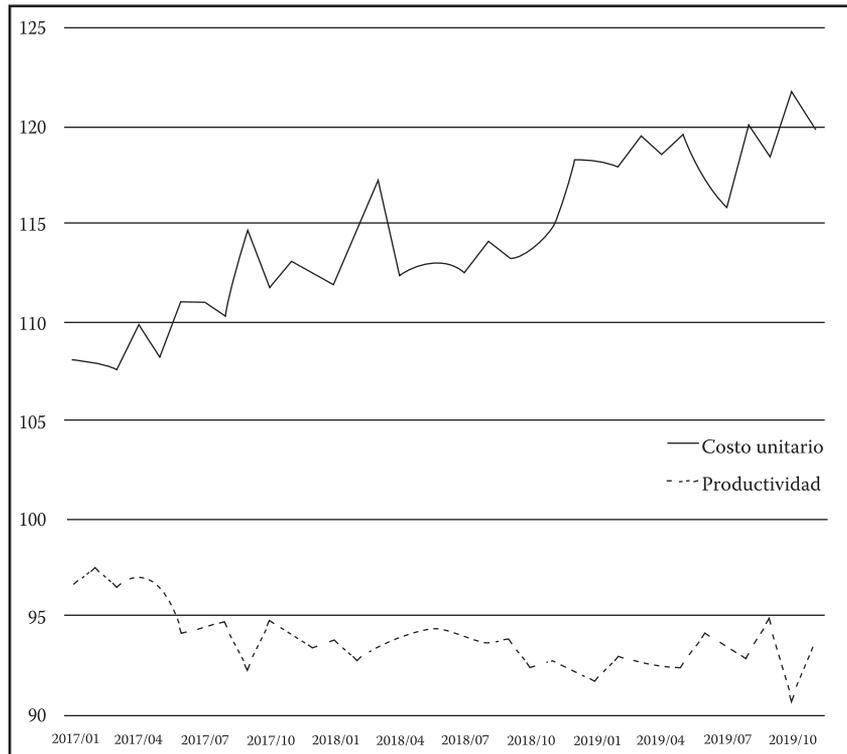
De esta manera, la brecha entre ambos indicadores se ha ensanchado, lo cual sugiere que las distorsiones en el mercado laboral se han acentuado.³

Figura 6a
Tasa de desocupación, 2017M1–2019M12
(porcentaje; cifras ajustadas por estacionalidad)



Fuente: INEGI.

³ Por ejemplo, en enero de 2019, el salario mínimo general se incrementó en poco más de 16% respecto al nivel del año previo, mientras que en la zona libre de la frontera norte se incrementó en 100%. En enero de 2020 dichos incrementos fueron de 20 y 5%, respectivamente.

Figura 6b**Costo unitario y productividad de la mano de obra,
2017M1–2019M11***(Índice base 2013 = 100; cifras ajustadas por estacionalidad)*

Fuente: INEGI.

El crédito otorgado por la banca comercial a las empresas privadas no financieras ha mostrado un menor dinamismo por varios trimestres consecutivos, a pesar de que la tasa de interés nominal sobre nuevos créditos ha permanecido relativamente estable (véase Tabla 5). Por el contrario, el crédito otorgado por la banca de desarrollo durante el 2019 ha mostrado tasas de crecimiento mayores respecto a las registradas el año previo, a

pesar del ligero incremento en la tasa de interés nominal sobre los créditos en 2019. Por su parte, el crédito total a los hogares ha crecido a tasas sostenidas desde hace ya varios trimestres. Sin embargo, esto obedece a una combinación de un menor dinamismo en el crédito al consumo acompañado de un mayor crecimiento en el crédito a la vivienda. Tanto la tasa de interés en tarjetas de crédito y créditos personales han registrado una ligera alza durante 2019, mientras que la tasa de interés del crédito a la vivienda ha permanecido estable. Con respecto al tipo de cambio nominal peso/dólar, éste se ha mantenido en niveles promedio entre 19.1 y 19.4 pesos por dólar norteamericano en 2019.

Tabla 5
Indicadores de crédito y tipo de cambio nominal, 2018T1–2019T3

	2018				2019		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Crédito (variación real anual en %)							
Empresas privadas no financieras							
Banca comercial	10.6	9.9	8.6	7.4	6.8	5.5	3.7
Banca de desarrollo	3.6	4.3	4.1	7.7	10.1	10.0	8.4
Hogares							
Vivienda	3.2	3.6	3.3	3.2	3.9	4.4	5.0
Consumo	4.9	4.5	2.6	1.9	1.6	1.1	1.7
Tasa de interés de nuevos créditos (% anual)							
Empresas privadas no financieras							
Banca comercial	10.3	10.2	10.7	10.9	10.9	10.9	10.6
Banca de desarrollo	9.8	10.1	10.9	11.0	10.9	11.5	11.7
Hogares							
Vivienda	10.3	10.3	10.3	10.3	10.4	10.4	10.4*
Tarjetas de crédito	33.1	34.0	33.4	34.8	34.5	35.6	36.4*
Créditos personales	39.3	39.7	40.2	41.6	41.4	42.5	44.0*
Tipo de cambio nominal peso/dólar	18.7	19.4	19.0	19.9	19.2	19.1	19.4

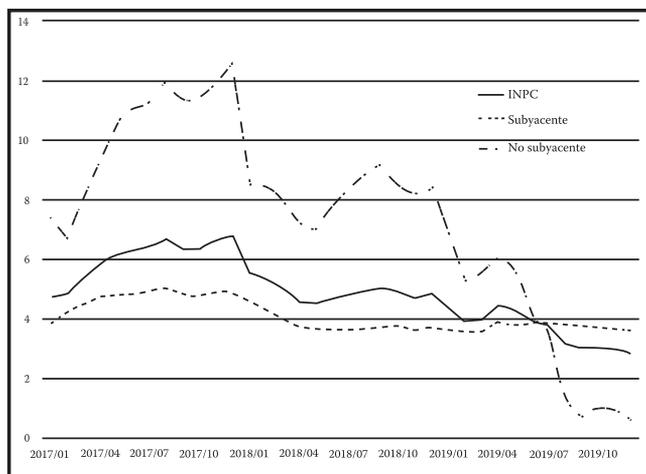
Fuente: Banco de México.

*Cifras a agosto.

La inflación general (medida por la variación en el Índice Nacional de Precios al Consumidor) ha mostrado un comportamiento descendiente desde inicios de 2018 (véase la Figura 7). En específico, la inflación anual ha disminuido desde 6.8% en diciembre de 2017 a 2.8% en diciembre de 2019. De esta manera, el dato más reciente muestra que la inflación se encuentra por debajo del nivel objetivo de 3% anual fijado por el Banco de México. En 2019, la caída en inflación se explica fundamentalmente por la disminución significativa en el componente no subyacente observado desde el mes de mayo.⁴ Por otro lado, destaca que el componente subyacente en 2019 se ubicó por encima de 3.5%, que implica niveles similares a los observados durante la segunda mitad de 2018. Esta rigidez del componente subyacente es consecuencia de una persistencia similar en los precios de las mercancías y servicios.

Figura 7

Índice Nacional de Precios al Consumidor, 2017M1–2019M12
(variación anual en porcentaje)



Fuente: INEGI.

4 Tanto los precios de los bienes agropecuarios como de los energéticos han disminuido significativamente durante el 2019.

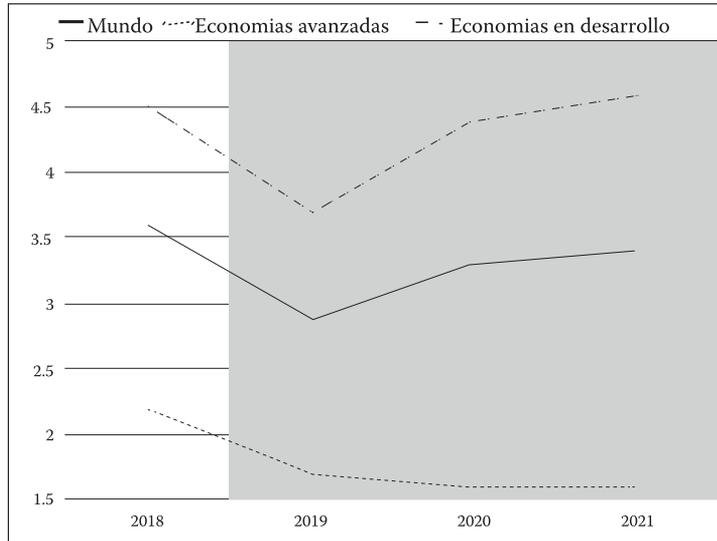
3. Perspectivas económicas

3.1 Economía mundial

Las proyecciones sobre el crecimiento mundial indican un incremento paulatino en su tasa para los próximos dos años (véase Figura 8). De acuerdo con el FMI (2020), este incremento provendrá de las economías emergentes y en desarrollo, donde se esperan tasas de 4.4 y 4.6% en 2020 y 2021, respectivamente. Contrario a lo ocurrido en el pasado reciente, este crecimiento no estará encabezado por China, ya que se espera que su economía siga desacelerándose a lo largo del periodo.⁵ También se espera una desaceleración leve en las economías avanzadas, explicada por la dinámica esperada en esa dirección de las economías de Estados Unidos y Japón. Cabe destacar que los efectos rezagados de los estímulos monetarios implementados durante la segunda mitad de 2019 ayudarán al desempeño de la economía global. En este sentido, se estima que las proyecciones de crecimiento para el año 2020 habrían sido 0.5 puntos porcentuales menores en ausencia de políticas monetarias acomodaticias (FMI, 2020).

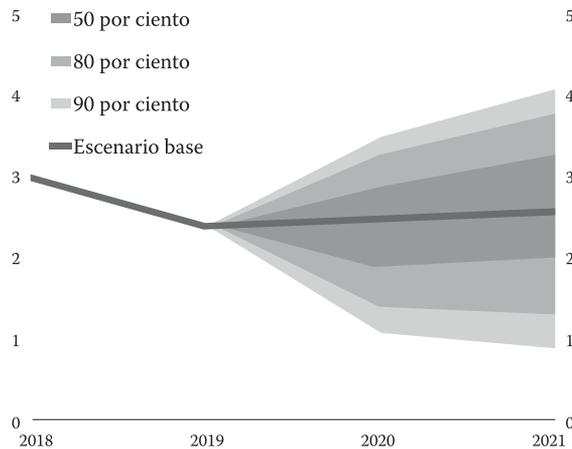
5 Esta desaceleración se explica en parte por las disputas comerciales de hace ya varios meses con Estados Unidos. Sin embargo, factores domésticos como las debilidades en la regulación del sistema financiero chino y la menor efectividad del crédito doméstico para estimular el crecimiento son factores adicionales detrás de dicha expectativa de desaceleración (FMI, 2020; Banco Mundial, 2020). Este escenario podría agravarse de manera considerable ante la reciente aparición del coronavirus COVID-19 en dicho país.

Figura 8a
Tasas de crecimiento del PIB, 2018-2021



Fuente: FMI (2020).

Figura 8b
Distribución de probabilidades para la tasa de crecimiento del PIB mundial (porcentajes)



Fuente: Banco Mundial (2020).

Dos eventos recientes que han ayudado parcialmente a disminuir los riesgos futuros sobre el crecimiento global han sido la firma de la “Fase Uno” del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China en enero de 2020, y la mayor certidumbre sobre el rumbo del Brexit.⁶ Sin embargo, en el primer caso las tensiones comerciales seguirán presentes y podrían volver a escalar en cualquier momento. A su vez, existe la posibilidad de que las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea no se hayan completado para el 31 de diciembre de 2020. Por estos motivos, ambos eventos siguen siendo factores de riesgo, aunque relativamente menores al día de hoy.

Otros factores de riesgo a considerar durante los próximos trimestres son las tensiones geopolíticas, especialmente entre Estados Unidos e Irán; la posibilidad de mayores fricciones entre los estadounidenses y sus socios comerciales; el impacto negativo sobre la actividad económica global del reciente coronavirus COVID-2019; y el incremento en los disturbios sociales en distintas partes del mundo (FMI, 2020). Dicho lo anterior, al día de hoy el balance de riesgos sobre el crecimiento esperado de la economía mundial sigue estando a la baja (FMI, 2020; Banco Mundial, 2020).

A pesar de los factores de riesgo mencionados con anterioridad, se espera que el comercio mundial muestre un mayor dinamismo durante los próximos dos años, tanto en las economías avanzadas como en las economías en desarrollo (véase Tabla 6). A su vez, se prevé un aumento gradual de la inflación en las economías avanzadas, aunque por debajo de tasas de 2% anual. Por su parte, se espera que la inflación en economías en desarrollo se ubique en niveles entre 4.5 y 4.6% en los próximos dos años.

6 La “Fase Uno” del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China elimina parcialmente los aranceles fijados previamente entre ambos países e implementa una tregua que evita imponer nuevos aranceles.

Tabla 6
Estimación y proyecciones sobre la economía mundial
(cambios porcentuales anuales)

	Estimación	Proyecciones	
	2019	2020	2021
Volumen mundial de comercio (bienes y servicios) ^a	1.0	2.9	3.7
Economías avanzadas	1.3	2.2	3.1
Economías en desarrollo	0.4	4.2	4.7
Precios al consumidor			
Economías avanzadas	1.4	1.7	1.9
Economías en desarrollo ^b	5.1	4.6	4.5

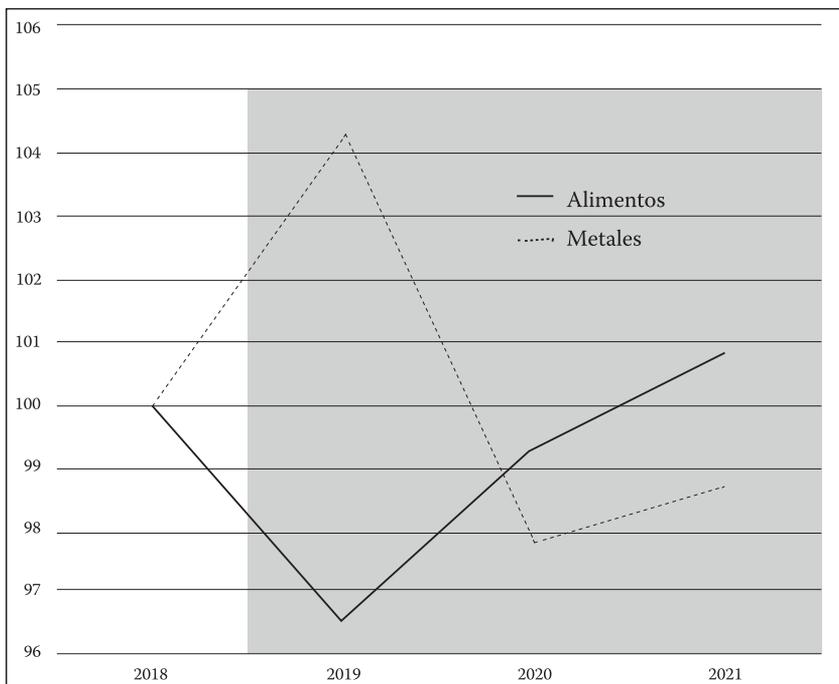
Fuente: FMI (2019).

- a). Promedio simple de tasas de crecimiento en los volúmenes de exportaciones e importaciones.
- b). Excluye Venezuela.

En cuanto a los precios de las materias primas, la expectativa es que la disminución en el precio de los alimentos registrada durante 2019 se revierta durante el 2020, y en 2021 se ubique por encima del nivel observado en 2018 (véase Figura 9a). Por el contrario, se estima que el precio de los metales en los mercados internacionales disminuya a lo largo del 2020. Por su parte, los futuros ubican al precio del barril de petróleo Brent en US\$59 por barril hacia finales de 2020, y en US\$57 hacia finales de 2021 (véase Figura 9b).⁷ Como lo señala Hamilton (2009), resulta bastante complicado hacer pronósticos sobre el precio del barril de petróleo, inclusive en el corto plazo. Por lo tanto, esta proyección debe tomarse con cautela. En este sentido, cabe destacar que el intervalo de confianza a 86% indica que el precio del barril se ubicaría entre US\$32 y US\$85 hacia finales del 2020 (FMI, 2019).

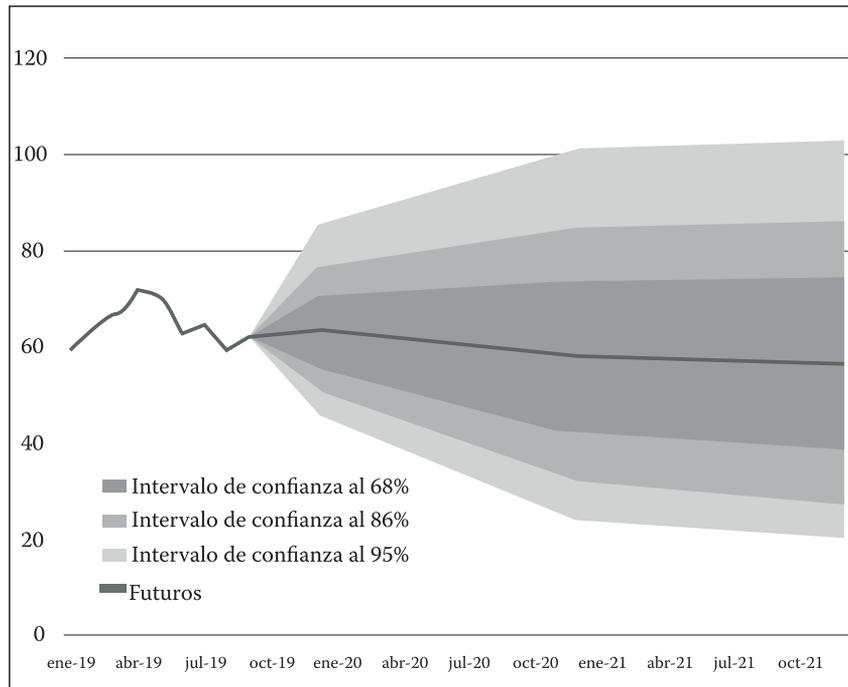
⁷ Como referencia, los *Criterios Generales de Política Económica 2020* prevén un precio de US\$49 por barril para la mezcla mexicana de petróleo.

Figura 9a
Proyecciones para el precio de las materias primas
(Índice, 2018 = 100)



Fuente: FMI (2019).

Figura 9b
Proyecciones para el precio del petróleo Brent
(dólares americanos por barril)



Fuente: FMI (2019).

En Estados Unidos, la Reserva Federal estima un escenario de menor crecimiento durante los próximos 3 años (véase Tabla 7). Esta moderación obedece a la desaparición gradual de los efectos temporales de la política fiscal expansiva generados por la Ley de Empleos y Reducción de Impuestos de 2017 y el cambio hacia una política fiscal neutral en 2020 (FMI, 2019). Por su parte, se prevé que la tasa de desempleo se mantenga en niveles entre 3.3 y 4.1% en los próximos 3 años. Esto significa que dicha tasa se ubicará cercana a sus niveles de largo plazo. Respecto a la

inflación, se espera que ésta se mantenga estable alrededor del objetivo de la Reserva Federal de 2% anual. Dada la expectativa de que estas variables cruciales se mantengan cercanas a sus niveles de largo plazo, la Reserva Federal espera mantener la tasa de fondos federales sin cambio durante el año 2020, e implementar incrementos pequeños y graduales hacia el año 2022.

Tabla 7

Proyecciones económicas de la Reserva Federal (porcentajes)

Variable	2019	2020	2021	2022	Largo plazo
Cambio en PIB real	2.4	1.8-2.3	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
Tasa de desempleo	3.7	3.3-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.5-4.5
Inflación general (precios al consumidor)	1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
Inflación subyacente (precio al consumidor)	2.2	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
Memo: proyección sobre política apropiada					
Tasa de fondos federales (mediana)	1.6	1.6	1.9	2.1	2.5
Tasa de fondos federales (rango)	1.6	1.6-1.9	1.6-2.4	1.6-2.9	2.0-3.3

Fuente: Reserva Federal (2019).

3.2 México

Con información a enero de 2020, los especialistas en economía del sector privado esperan que la tasa de crecimiento de PIB en México se ubique en un rango entre 0.2 y 1.5% para el 2020, y entre 1.0 y 2.2% para el 2021 (véase Tabla 8). Las medianas correspondientes a ambos periodos se sitúan en niveles de 1.0 y 1.7%. Esto significa que la economía se ubicaría por debajo de su tasa de crecimiento promedio anual de largo plazo de 2.4% durante los próximos dos años. Por su parte, se espera que la tasa de desocupación se mantenga en un rango entre 3.0 y 4.8% en el mismo periodo. En cuanto al tipo de cambio nominal peso/dólar, se prevé que se sitúe en un intervalo entre \$18.5 y \$21.2 pesos por dólar en 2020, y entre \$18.7 y \$21.5 en 2021.

Tabla 8
Proyecciones económicas de los especialistas
en economía del sector privado
(porcentajes)

	2019*	2020	2021
Cambio en PIB real	-0.1	0.2 – 1.5	1.0 – 2.2
Tasa de desocupación	3.5	3.0 – 4.8	3.2 – 4.5
Tipo de cambio nominal peso/dólar	19.3	18.5 – 21.2	18.7 – 21.5
Inflación			
Inflación general	3.6	2.9 – 4.1	3.0 – 4.2
Inflación subyacente (precio al consumidor)	3.7	3.0 – 3.8	2.8 – 3.9

Fuente: Banco de México e INEGI.

*Promedio anual.

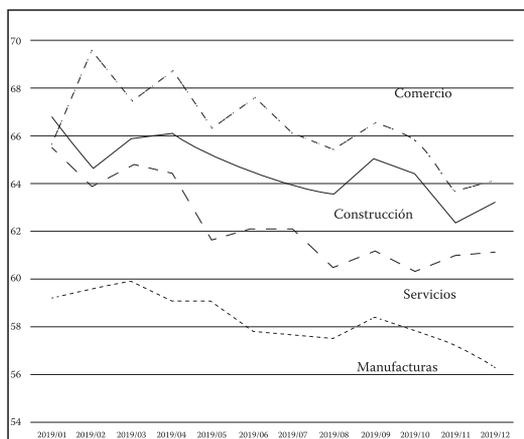
En cuanto a la tasa de inflación general, la expectativa de los especialistas es que ésta fluctúe entre 2.9 y 4.1% en el año 2020, con una mediana de 3.5%. Esto significa que la inflación se ubicaría dentro del intervalo superior de variabilidad fijado por el Banco de México. A su vez, la previsión sobre la inflación general para el año 2021 implica que las expectativas de los agentes se encuentran relativamente bien ancladas para horizontes de tiempo más largos. Por su parte, no se prevén fluctuaciones significativas para la inflación subyacente respecto a su nivel observado de 3.7% en promedio durante el 2019.

Los especialistas del sector privado encuestados por Banco de México identifican tres factores principales que podrían afectar el crecimiento económico en los próximos 6 meses. El más importante de ellos es la inseguridad pública, seguido de la incertidumbre sobre la situación económica interna y la incertidumbre política interna. Es decir, los riesgos identificados por los especialistas se deben exclusivamente a factores domésticos. Factores externos como la contracción de la oferta de recursos del exterior, la debilidad del mercado externo y la economía mundial, y la inestabilidad financiera y política internacional, rara vez son identifi-

cados por los analistas como factores de riesgo a considerar durante los próximos 6 meses.

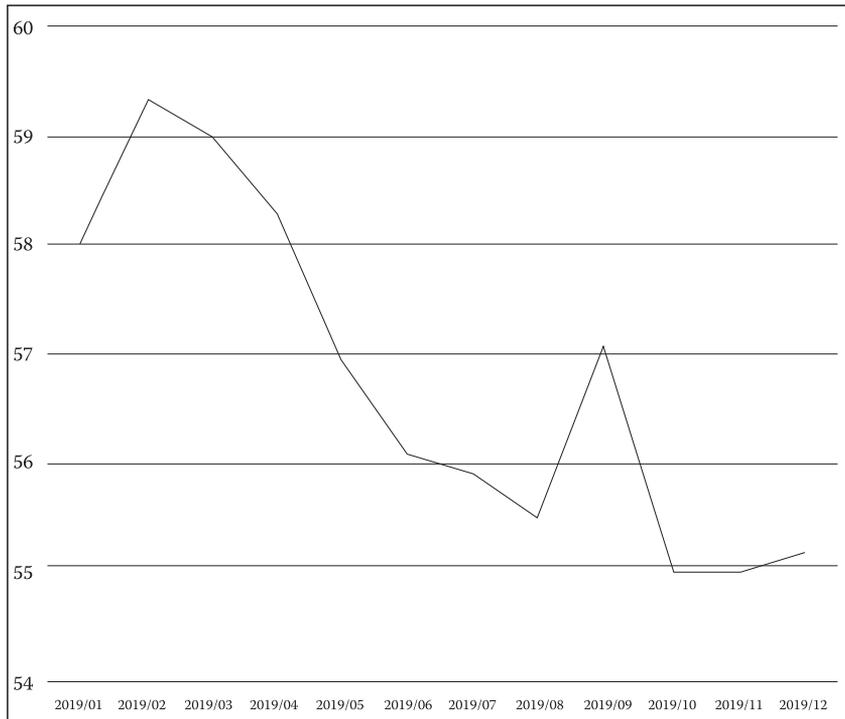
Respecto a las expectativas de los agentes económicos, la Encuesta Mensual de Opinión Empresarial indica que el optimismo de los empresarios respecto a la situación económica futura de su empresa disminuyó a lo largo de 2019 (véase Figura 10a). Esta disminución se registró en los cuatro sectores para los cuales se registra información (comercio, construcción, manufacturas y servicios). Sin embargo, la opinión a diciembre de 2019 sobre las expectativas de los empresarios a 12 meses sigue ubicándose en terreno optimista en todos los sectores. Destaca que el sector de la construcción se encuentra mucho más optimista que el sector manufacturero, a pesar de la gran caída en la actividad económica del primero en 2019. Por su parte, las expectativas de los hogares respecto a su situación económica futura a 12 meses indica también una caída gradual a lo largo del 2019 (véase Figura 10b).

Figura 10a
Opinión sobre la situación económica futura de la empresa, 2019M1- 2019M12
(mayor a 50: optimismo; menor a 50: pesimismo)



Fuente: INEGI.

Figura 10b
Opinión sobre la situación económica del hogar
dentro de 12 meses, 2019M1–2019M12
(puntos)



Fuente: INEGI.

En este contexto, los especialistas en economía del sector privado consultados por el Banco de México prevén que la tasa de fondeo interbancario se ubique en un nivel de 6.75% al segundo trimestre de 2020 (véase Tabla 9), tomando en cuenta que la tasa de interés objetivo a febrero de 2020 es de 7.0%. También esperan una caída de 25 puntos base adicionales hacia el tercer trimestre. Este ciclo de relajamiento monetario continua-

ría durante el año 2021, de tal forma que la tasa de fondeo interbancario alcanzaría un nivel de 6.25% hacia el segundo trimestre de dicho año.

Tabla 9

Expectativas sobre la tasa de fondeo interbancario
(porcentajes)

	2020				2021			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Tasa de fondeo interbancario								
Mediana	7.00	6.75	6.50	6.50	6.50	6.25	6.25	6.25
Rango	6.75 – 7.25	6.0 – 7.25	6.0 – 7.0	6.0 – 7.0	5.50 – 7.0	5.50 – 7.0	5.50 – 7.0	5.25 – 7.0

4. Aspectos relevantes de teoría y política monetaria

Una vez examinada la coyuntura internacional y doméstica, así como las proyecciones para la economía mundial y de México, en esta sección se ofrece una discusión sobre algunos principios básicos bajo los cuales se conducen los bancos centrales. En específico, en la primera subsección se presentan algunos principios fundamentales de teoría y política monetaria bajo la perspectiva de la Nueva Síntesis Neoclásica (Goodfriend y King, 1997), la cual se ha constituido en el paradigma con mayor aceptación hoy en día entre los macroeconomistas y banqueros centrales. Posteriormente, se hace una breve descripción sobre la conducción de la política monetaria en distintos bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco Central Europeo.

4.1 Teoría y política monetaria bajo la Nueva Síntesis Neoclásica

Desde mediados de la década de 1970 se hicieron grandes avances en teoría macroeconómica y monetaria, tanto desde la perspectiva clásica como keynesiana (Goodfriend, 2004). Por una parte, los economistas

neoclásicos enfatizaron la importancia de construir modelos donde los agentes hacen elecciones intertemporales bajo el supuesto de expectativas racionales. Por su parte, los economistas de los ciclos económicos reales estudiaron el papel de los choques tecnológicos en modelos con precios flexibles, donde los efectos de la política monetaria sobre variables reales son prácticamente nulos. Por otro lado, los economistas keynesianos subrayaron la importancia de la competencia monopolística, los márgenes de ganancia y los ajustes costosos en precios, en modelos donde la política monetaria es fundamental para explicar las fluctuaciones económicas. La virtud de la NSS consistió en agrupar estos elementos tanto clásicos como keynesianos dentro de un solo modelo fundamentado en la teoría microeconómica.⁸ En este sentido, la nueva síntesis heredó el espíritu de la vieja síntesis, atribuida a Samuelson a mediados de la década de 1950. A su vez, la nueva síntesis significó una mayor convergencia de ideas entre los macroeconomistas. Hoy en día, la NSS surgida a finales de la década de 1990 se ha convertido en la herramienta fundamental para el estudio y comprensión de la teoría y política monetaria.

En términos de teoría y política monetaria, la NSS ha permitido lograr los siguientes consensos entre los macroeconomistas (Woodford, 2009):

1. Es ampliamente aceptado que los choques reales son una fuente importante de fluctuaciones económicas. En este sentido, la hipótesis de que dichas fluctuaciones se pueden atribuir fundamentalmente a variaciones aleatorias de política monetaria ha dejado de tener peso en la profesión. Al respecto, Altig *et al.* (2011) estiman que los choques de política monetaria son responsables de 9% de la varianza de las fluctuaciones en el PIB en frecuencias de ciclos económicos. Por su parte, Smets y Wouters (2007) calculan que dichos choques explican menos de 10% del error de pronóstico en la descomposición de varianza del PIB. Por otra parte, los modelos

8 Esta clase de modelos se conocen como de equilibrio general dinámico y estocástico (o modelos DSGE, por sus siglas en inglés).

DSGE respaldan la idea de que los choques reales pueden afectar tanto a la oferta como a la demanda agregada, lo cual va en contra de la visión tradicional keynesiana donde los choques reales sólo afectan la demanda agregada.

2. Existe un amplio consenso de que la política monetaria es efectiva para controlar la inflación. Este consenso está respaldado por el éxito de las políticas antiinflacionarias implementadas durante las décadas de 1980 y 1990 en Estados Unidos y en otras partes del mundo (Goodfriend, 2007).⁹ También se acepta que los bancos centrales tienen la responsabilidad de mantener la tasa de inflación bajo control. De hecho, se enfatiza que la política monetaria es capaz de proveer a la economía del ancla nominal para la determinación del nivel general de precios. Por supuesto, esto no significa que las fluctuaciones reales y los costos de oferta hayan dejado de tener un papel importante para explicar las variaciones en el nivel de precios. De hecho, la curva de Phillips con expectativas sigue siendo relevante en los modelos DSGE, aunque actualmente se admite que la relación entre variables endógenas capturada por dicha curva es una caracterización incompleta de la inflación. También existe un consenso amplio de que la autoridad monetaria no puede explotar de manera sistemática la relación entre dichas variables.

Como se detalla en Goodfriend y King (1997), la NSS recomienda que los bancos centrales deben mantener bajas tasas de inflación. Existen al menos dos argumentos para ello. El primero radica en la idea de que una mayor dispersión en precios relativos tiene un efecto adverso sobre la producción; estos efectos disminuyen a medida que la tasa de inflación tiende a cero. En segundo lugar, si los ajustes en precios son costosos, estos costos se minimizan a medida que la inflación converge a cero. Por otro lado, la NSS otorga un papel relevante a las expectativas de los

⁹ Véase Ramos-Francia y Torres (2005) para un análisis de la experiencia mexicana para controlar la inflación después de la crisis de 1995.

agentes como parte del proceso inflacionario. Estas expectativas pueden manejarse a través de una regla de política monetaria y de un compromiso creíble por parte de la autoridad monetaria de mantener bajas tasas de inflación, respaldado a su vez por una política de transparencia y comunicación con el público.

Como ejemplos de modelos DSGE que se han convertido en el nuevo paradigma para el análisis de la política monetaria, se encuentran los de Smets y Wouters (2003; 2007), Christiano *et al.* (2005), y Altig *et al.* (2011), entre otros. Estos modelos son capaces de replicar los efectos de un choque de política monetaria sobre distintas variables macroeconómicas, en conformidad con lo que sugiere la evidencia empírica. En específico, Altig *et al.* (2011) reportan que un choque positivo de política monetaria de una desviación estándar (equivalente a 30 puntos base, aproximadamente) genera un incremento máximo en la producción de 0.15%. Este efecto máximo sucede de cuatro a cinco trimestres posterior a la ocurrencia del choque. Además, ante dicho choque la producción sigue una dinámica de “joroba”, lo cual significa que ésta comienza a incrementarse gradualmente hasta alcanzar su nivel máximo, para posteriormente regresar a su nivel original. Esto implica a su vez que la política monetaria no tiene efectos de largo plazo sobre la producción. Dentro del paradigma de la NSS, la política monetaria tampoco tiene efectos sobre otras variables reales en el largo plazo.

4.2 Conducción de la política monetaria en economías desarrolladas

Los objetivos de la política monetaria varían entre países y regiones. En Estados Unidos, la Reserva Federal tiene como objetivos garantizar el máximo empleo, la estabilidad de precios y tasas de interés moderadas en el largo plazo.¹⁰ En la zona euro, el Banco Central Europeo tiene como

¹⁰ Además de ser responsable de la conducción de la política monetaria, el Congreso de Estados Unidos ha facultado a la Reserva Federal de promover la estabilidad

objetivo primordial la estabilidad de precios; sin embargo, también está llamado a contribuir a lograr los objetivos de pleno empleo y crecimiento económico balanceado. En México el objetivo prioritario del Banco de México es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Los criterios adoptados por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) de la Reserva Federal para cumplir con sus objetivos se encuentran contenidos en su declaración de objetivos y estrategias (COMA, 2019). En ella, se indica que la tasa de inflación en el largo plazo está determinada por la política monetaria; en consecuencia, el COMA tiene la capacidad de especificar una meta de largo plazo para la tasa de inflación. El mismo COMA señala que una tasa de inflación de 2% es consistente con el mandato de la Reserva Federal de procurar máximo empleo y estabilidad de precios a la vez. Además, destaca que la comunicación con el público respecto a esta meta ayuda a mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas, lo cual promueve la estabilidad de precios, tasas de interés moderadas en el largo plazo y el máximo nivel de empleo ante perturbaciones económicas. Por otro lado, el COMA enfatiza que el máximo nivel de empleo obedece fundamentalmente a factores no monetarios que afectan la estructura y dinámica del mercado laboral. En este sentido, el COMA juzga que no es conveniente especificar una meta de empleo, aunque las decisiones de política toman en cuenta el minimizar las desviaciones del empleo respecto a su nivel de pleno empleo, de acuerdo con las estimaciones del propio Comité. Como puede inferirse, esta declaración de objetivos y estrategias es consistente con los postulados de la NSS mencionados con anterioridad, en el sentido de que la política monetaria es efectiva para controlar la inflación, aunque inefectiva para tener efectos sobre variables reales (como el empleo y la producción) en el largo plazo.

del sistema financiero, la salud del sistema financiero y del sistema de pagos, y la protección al consumidor.

El hecho de que la política monetaria afecta a las variables económicas con cierto rezago hace que los bancos centrales adopten un enfoque con visión hacia adelante. Esto significa que los bancos centrales toman en cuenta no sólo las condiciones económicas actuales, sino también las perspectivas sobre la situación económica futura y los riesgos asociados a dichas perspectivas. Para llevar a cabo sus deliberaciones sobre la política monetaria y las perspectivas económicas, los banqueros centrales se apoyan en las prescripciones de determinadas reglas de política. Estas reglas generalmente especifican a la tasa de interés nominal de la política monetaria en función de desviaciones de la inflación respecto al objetivo determinado por la autoridad, y de la producción respecto a su nivel de pleno empleo. La más célebre de estas reglas es la de Taylor (1993), aunque existen otras reglas similares utilizadas tanto en la literatura académica como en los bancos centrales.¹¹ Por supuesto, estas reglas no se utilizan de manera mecánica para la implementación de la política monetaria. En análisis más elaborados, las reglas de política se especifican dentro de un modelo DSGE para estudiar los efectos de los cambios en la tasa de interés nominal sobre las demás variables endógenas.¹² Naturalmente, estas herramientas de análisis se complementan con el propio juicio de los tomadores de decisiones.

Dada la alta correlación entre producción y empleo en frecuencias de ciclos económicos, las reglas de política mencionadas con anterioridad indirectamente toman en cuenta las desviaciones del empleo respecto a su nivel de pleno empleo. Por esta razón, en la práctica los bancos centrales de economías avanzadas (inclusive aquéllos cuyos mandatos se establecen exclusivamente en términos de inflación) no sólo se enfocan en la estabilidad de precios, sino también buscan evitar simultáneamente

11 Para una revisión de las distintas reglas de política monetaria, véase Taylor y Williams (2010).

12 Para ejemplos de modelos DSGE utilizados en la Reserva Federal y en el Banco Central Europeo para el análisis de política, véase Christoffel *et al.* (2008), Chung *et al.* (2010) y Coenen *et al.* (2019).

grandes fluctuaciones en producción y empleo respecto a sus niveles de pleno empleo. Este enfoque en ocasiones se conoce como el esquema de objetivo de inflación “flexible”. Esto significa que, inclusive si su mandato se establece exclusivamente en términos de inflación, a los bancos centrales no les resulta atractiva la idea de llevar a la inflación de vuelta a su nivel objetivo en el menor tiempo posible, debido a consideraciones adicionales sobre otros objetivos económicos como la producción y el empleo.¹³

En resumen, existe un amplio consenso entre académicos y banqueros centrales de que la política monetaria es incapaz de afectar variables reales como la producción y el empleo en el largo plazo. En el corto plazo, los choques monetarios tienen un efecto relativamente pequeño sobre la producción y alcanzan su efecto máximo con un rezago de cuatro a cinco trimestres. Con estas referencias fundamentadas tanto en la teoría como en la evidencia empírica, los bancos centrales con objetivos duales de inflación y empleo como la Reserva Federal sólo se pronuncian respecto a cierto nivel objetivo para la tasa de inflación de largo plazo y actúan en consecuencia. Estos bancos no se pronuncian respecto a un nivel objetivo para el empleo y la producción, debido a que estas variables están fuera del alcance de la política monetaria en el largo plazo.¹⁴ Inclusive en países cuyo único mandato es mantener la estabilidad de precios, se adopta una postura “flexible” respecto a la conducción de la política monetaria. Esto significa que, en su proceso de deliberaciones, los banqueros centrales se apoyan en reglas de política que toman en cuenta las desviaciones de la producción o el empleo respecto a sus niveles de largo plazo.

13 De acuerdo con Svensson (2010), en la práctica el esquema de objetivos de inflación nunca es “estricto” sino “flexible”, ya que todos los bancos centrales bajo dicho esquema no sólo buscan estabilizar la inflación alrededor de su nivel objetivo, sino que también le asignan cierta ponderación a la estabilización de la economía real.

14 Este principio también está presente en la declaración de objetivos de la política monetaria del Banco Central Europeo.

5. Perspectivas de la política monetaria en México

Como se mencionó con anterioridad, el Banco de México tiene como objetivo prioritario mantener una inflación baja y estable. También se ha mencionado que este tipo de mandatos no excluye la posibilidad de que el banco central pueda implementar la política monetaria bajo un esquema de objetivo de inflación “flexible”.

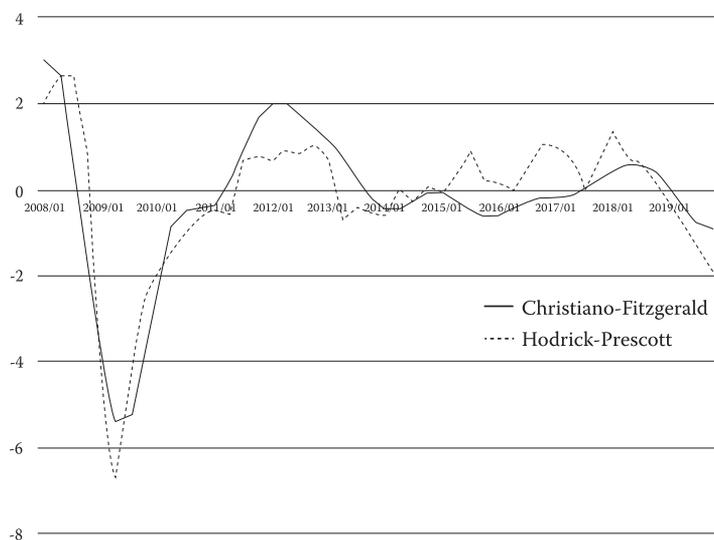
Al igual que otros bancos centrales, el Banco de México cuenta con herramientas y modelos económicos para llevar a cabo sus deliberaciones de política monetaria. Desafortunadamente y hasta donde se conoce, no existe información pública sobre las reglas de política monetaria utilizadas en dichas deliberaciones. Tampoco existe información oficial que presente con detalle los modelos utilizados. Sin embargo, los documentos de Torres (2002), Sidaoui y Ramos-Francia (2008) y Sámano (2011) permiten inferir el tipo de regla de política monetaria y la estructura de uno de los modelos presumiblemente utilizados en Banco de México para sus deliberaciones. Estos documentos presentan una regla similar a la de Taylor (1993), donde la tasa de interés nominal está en función de las desviaciones de la inflación y la producción con respecto a sus correspondientes niveles de largo plazo. Esta evidencia indirecta sugiere que el Banco de México en la práctica conduce su política monetaria bajo un esquema flexible de objetivo de inflación.

La evidencia anterior resulta importante para evaluar las perspectivas de la política monetaria en los próximos trimestres. Como ya se indicó en la sección 3, tanto las expectativas del crecimiento mundial como de la economía mexicana en 2020 son de un crecimiento ligeramente mayor al registrado en 2019 en el primer caso, y de un crecimiento débil en el segundo. Dada la presunción de que el Banco de México conduce su política bajo un esquema flexible, sería de esperar que la autoridad monetaria pondere de manera relevante estas perspectivas adversas sobre la producción en su proceso de toma de decisiones. De hecho, en su co-

municado de prensa más reciente (febrero de 2020), la Junta de Gobierno hace mención a estos dos eventos e indica que el balance de riesgos para la actividad económica mundial y doméstica continúa sesgado a la baja.

Bajo el supuesto de que el Banco de México directa o indirectamente utiliza como insumo una regla tipo Taylor en su proceso de deliberaciones, resulta de interés estimar la brecha del PIB de México utilizando la información disponible más reciente. Al respecto, la Figura 11 muestra dicha brecha bajo dos métodos alternativos de filtración: el de Hodrick-Prescott (1997) y el de Christiano-Fitzgerald (2003). Ambos filtros sugieren que el PIB se encuentra por debajo de su tendencia de largo plazo desde al menos el primer trimestre de 2019. Dado que la inflación ha mostrado una disminución gradual a lo largo del 2019 y que observaciones más recientes indican que ésta se encuentra alrededor de su nivel objetivo de 3%, una brecha negativa del PIB llevaría al banco central a considerar disminuciones adicionales en su tasa de referencia durante los próximos trimestres.

Figura 11
Brecha del PIB en México, 2008T1–2019T4



Fuente: elaboración propia con base en información del INEGI.

Por otra parte, Banco de México estima que la tasa de interés natural del país actualmente se ubica en niveles entre 1.8 y 3.4% (Banco de México, 2019b).¹⁵ Dada una inflación objetivo de 3%, esto significa que la tasa natural en términos nominales se encuentra en un rango entre 4.8 y 6.4%.¹⁶ Al día de hoy, la tasa de interés objetivo se encuentra en un nivel de 7.0%. Con ello, y a pesar de la reducción de 100 puntos base a lo largo de 2019 y de 25 puntos adicionales en febrero de 2020, esto significa que dicha tasa aún se ubica por encima de su nivel natural. Esto sugiere que habría margen adicional para seguir disminuyendo la tasa de interés objetivo, en especial si la brecha del PIB se encuentra actualmente en terreno negativo y se espera que se mantenga ahí en los próximos trimestres.

Como se mencionó en la sección 3, los especialistas en economía del sector privado esperan dos disminuciones de 25 puntos base cada una en la tasa de fondeo interbancario a lo largo del año. Esto significa que la tasa de interés se ubicaría en un nivel de 6.50% hacia el tercer trimestre del 2020. Al respecto, existen algunas observaciones pertinentes. En primer lugar, los agentes esperan que el Banco de México tome una mayor pausa a lo observado recientemente para disminuir su tasa de interés objetivo. En este sentido, no hay que perder de vista que el banco central ha disminuido su tasa en 25 puntos base en cada una de sus cinco sesiones previas. En segundo lugar, existe la posibilidad de que el Banco de México pudiera disminuir su tasa de referencia más allá del nivel esperado de

15 La tasa de interés natural o neutral es la tasa de interés real de corto plazo consistente con una situación donde la producción se encuentra en su tasa natural y la inflación es estable (Holston *et al.*, 2017). La tasa de interés natural no es observable y requiere de distintos métodos para su estimación.

16 Al día de hoy, este rango para la tasa natural en términos nominales no representa un problema serio para la conducción de la política monetaria en México. Esto contrasta con la situación que enfrentan actualmente algunos bancos centrales de países o regiones desarrolladas, donde sus tasas de interés naturales se encuentran en niveles cercanos a cero con una inflación objetivo de 2%. Bajo un escenario como éste, la política monetaria convencional en dichos países cuenta con menores márgenes de maniobra ante una eventual recesión futura, debido al límite inferior de 0% en la tasa de interés nominal. Para una discusión al respecto, véase Williams (2016).

6.5%, en especial si la inflación general se mantiene estable y la actividad económica no repunta, de tal forma que la brecha negativa del PIB siga ampliándose. En este sentido, los especialistas prevén que la tasa de interés objetivo se ubique en niveles de 6.25% hacia el segundo trimestre del 2021 y se mantenga ahí el resto del año. Sin embargo, esto no excluye la posibilidad de que dicha disminución se pueda presentar antes de lo previsto. En tercer lugar, en este momento no existe suficiente claridad con respecto a cuán rápido el banco central disminuirá su tasa durante los próximos dos años. Esto dependerá en buena medida de la evolución de ciertos eventos económicos. Finalmente, la trayectoria esperada para la tasa de interés objetivo en México significa que la política monetaria estará completamente desacoplada de la política monetaria en Estados Unidos durante los próximos dos años. Como se recordará, la Reserva Federal prevé que su tasa de interés de referencia se mantenga sin cambios durante el 2020, y que se incremente ligeramente en el 2021.

Entre los eventos económicos que determinarían la rapidez en la disminución de la tasa de interés objetivo durante los próximos dos años se encuentran: 1) el incremento de 20% en el salario mínimo en 2020 y su posible impacto sobre los costos laborales y la inflación; 2) el desempeño de los precios internacionales de las materias primas, en especial de los alimentos, que impactan los precios de los bienes agropecuarios y, en consecuencia, al componente no subyacente de la inflación; 3) la rapidez de ejecución en el gasto público; 4) la evolución de las finanzas públicas, tomando en cuenta las perspectivas crediticias sobre la calificación a la deuda de Pemex y la evolución del precio internacional del barril de petróleo; y 5) el grado de debilidad que siga mostrando la actividad económica agregada.

Cabe señalar que los puntos 3 y 4 del párrafo anterior destacan la importancia de la política fiscal para la conducción futura de la política monetaria. Así, la política fiscal tiene efectos importantes sobre la economía real. Ante un escenario de franco estancamiento económico

como el actual, la política fiscal puede jugar un papel importante para que la economía comience a crecer nuevamente. Lamentablemente, las finanzas públicas en México se encuentran en un estado de vulnerabilidad desde hace muchos años, con lo cual el espacio fiscal para implementar políticas extraordinarias de esta naturaleza es bastante limitado.

Por último, y no menos importante, cabe recordar que las acciones de política monetaria no son capaces de afectar variables como la producción y el empleo en el largo plazo. La política monetaria sólo es capaz de afectar dichas variables en el corto plazo y, quizá contrario a la creencia popular, con efectos relativamente modestos, aunque no despreciables. Por otro lado, la coyuntura actual representa un reto adicional para la política monetaria y sus efectos sobre la producción y el empleo. En específico, si bien disminuciones adicionales de la tasa de interés objetivo podrían ser deseables para reactivar la demanda agregada a través de menores tasas de interés reales, existen otros factores adicionales que podrían amortiguar substancialmente estos efectos. Al día de hoy, la confianza empresarial y del consumidor se encuentran en continuo deterioro como consecuencia de la ya prolongada incertidumbre generada por las políticas públicas del gobierno federal. Claramente, estas políticas se encuentran fuera del alcance del Banco de México. Bajo este escenario, las acciones de política monetaria para incentivar el consumo privado y la inversión podrían ser insuficientes para que la economía pueda comenzar a crecer con mayor dinamismo en el corto plazo.

Referencias

- Altig, David, Lawrence Christiano, Martin Eichenbaum, y Jesper Lindé (2011), "Firm-Specific Capital, Nominal Rigidities, and the Business Cycle", *Review of Economic Dynamics*, 14(2), 225-247.
- Antón Sarabia, Arturo (2011), "El Ciclo Económico en México: Características y Perspectivas", *Realidad, Datos y Espacio: Revista Internacional de Estadística y Geografía*, 2(2), 32-49.

- Banco de México (2019a), Informe Trimestral Julio-Septiembre 2019.
- Banco de México (2019b), Informe Trimestral Abril-Junio 2019.
- Banco Mundial (2020), *Global Economic Prospects: Slow Growth, Policy Challenges*, Washington, D. C.
- Chiquiar, Daniel, y Manuel Ramos-Francia (2005), "Trade and Business-Cycle Synchronization: Evidence from Mexican and U.S. Manufacturing Industries", *North American Journal of Economics and Finance*, 16, 187-216.
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, y Charles L. Evans (2005), "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, 113(1), 1-45.
- Christiano, Lawrence J., y Terry J. Fitzgerald (2003), "The Band Pass Filter", *International Economic Review*, 44(2), 435-465.
- Christoffel, Kai, Günter Coenen, y Anders Warne (2008), "The New Area-Wide Model of the Euro Area: A Micro-Founded Open-Economy Model for Forecasting and Policy Analysis", Documento de Trabajo No. 944, Banco Central Europeo.
- Chung, Hess T., Michael T. Kiley, y Jean-Philippe Laforte (2010), "Documentation of the Estimated, Dynamic, Optimization-based (EDO) Model of the U.S. Economy: 2010 Version", Documento de Discusión sobre Finanzas y Economía No. 2010-29, Banco de la Reserva Federal.
- Coenen, Günter, Peter Karadi, Sebastian Schmidt, y Anders Warne (2019), "The New Area-Wide Model II: An Extended Version of the ECB's Micro-Founded Model for Forecasting and Policy Analysis", Documento de Trabajo No. 2200, Banco Central Europeo.
- Comité de Operaciones de Mercado Abierto (2019), "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy", Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington, D. C.
- Fondo Monetario Internacional (2020), *World Economic Outlook Update*, Washington, D. C.
- Fondo Monetario Internacional (2019), *World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers*, Washington, D. C.

- Goodfriend, Marvin (2007), “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy”, *Journal of Economic Perspectives*, 21(4), 47-68.
- Goodfriend, Marvin (2004), “Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 90(3), 21-45.
- Goodfriend, Marvin, y Robert G. King (1997), “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, en Ben S. Bernanke y Julio J. Rotemberg (editores), *NBER Macroeconomics Annual 1997*, 231-83, Cambridge, MA, MIT Press.
- Hamilton, James D. (2009), “Understanding Crude Oil Prices”, *Energy Journal*, 30(2), 179-206.
- Heath, Jonathan (2011), “Identificación de los Ciclos Económicos en México: 30 Años de Evidencia”, *Realidad, Datos y Espacio: Revista Internacional de Estadística y Geografía*, 2(2), 19-31.
- Hodrick, Robert J., y Edward C. Prescott (1997), “Postwar U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29, 1-16.
- Holston, Kathryn, Thomas Laubach, y John C. Williams (2017), “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants”, *Journal of International Economics*, 108, S59-S75.
- Mejía Reyes, Pablo, Elías Eduardo Gutiérrez Alva, y Claudia Adriana Fariás Silva (2006), “La Sincronización de los Ciclos Económicos de México y Estados Unidos”, *Investigación Económica*, 65(258), 15-45.
- Ramos-Francia, Manuel, y Alberto Torres (2005), “Reducing Inflation through Inflation Targeting: The Mexican Experience”, en Rolf J. Langhammer y Lúcio Vinhas de Souza, *Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America*, 1-29, Springer-Verlag, Berlín, Alemania.
- Reserva Federal (2019), *Proyecciones Económicas de los Miembros de la Junta de la Reserva Federal y de los Presidentes del Banco de la Reserva Federal al Mes de Diciembre*, Washington, D. C.

- Sámamo, Daniel (2011), "In the Quest of Macroprudential Policy Tools", Documento de Investigación No. 2011-17, Banco de México.
- Sidaoui, José J., y Manuel Ramos Francia (2008), "The Monetary Transmission Mechanism in Mexico: Recent Developments", en Bank for International Settlements, "Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies", BIS Papers No. 35, Basilea, Suiza.
- Smets, Frank, y Rafael Wouters (2007), "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach", *American Economic Review*, 97(3), 586-606.
- Smets, Frank, y Rafael Wouters (2003), "An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area", *Journal of the European Economic Association*, 1(5), 1123-1175.
- Svensson, Lars E. O. (2010), "Inflation Targeting", en Benjamin M. Friedman y Michael Woodford (editores), *Handbook of Monetary Economics*, volumen 3B, 1237-1302, Amsterdam, North-Holland.
- Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195-214.
- Taylor, John B., y John C. Williams (2010), "Simple and Robust Rules for Monetary Policy", en Benjamin M. Friedman y Michael Woodford (editores), *Handbook of Monetary Economics*, volumen 3B, 829-859, Amsterdam, North-Holland.
- Torres García, Alberto (2002), "Un Análisis de las Tasas de Interés en México a través de la Metodología de Reglas Monetarias", Documento de Investigación No. 2002-11, Banco de México.
- Williams, John C. (2016), Monetary Policy in a Low R-star World, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2016-23.
- Woodford, Michael (2009), "Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1(1), 267-279.