

Opinión: Volver a domesticar la inflación, el reto para el sucesor de Cartens

El gran desafío para el nuevo gobernador del Banco de México no solo está en garantizar la autonomía monetaria, sino también en reforzarla, opina Alfredo Coutiño.

Alfredo Coutiño

Nota del editor: Alfredo Coutiño es director para América Latina en Moody's Analytics. Lo puedes seguir en Twitter como [@AlfredoCoutino](#). Las opiniones en esta columna son de la exclusiva responsabilidad del autor y de ninguna manera deben ser atribuidas a la institución para la cual trabaja.

(Expansión) – El quehacer de la política monetaria durante los últimos ocho años, durante los cuales Agustín Carstens fungió como gobernador del Banco de México, puede ser catalogado como una época de continuación de los esfuerzos de reducción inflacionaria en el país. A pesar de que los logros han sido bastante bien destacados y plenamente reconocidos, también es cierto que existieron decisiones que pusieron a la política monetaria en situación de debilidad. Ante el nuevo ciclo que se inicia con la llegada de un nuevo gobernador, el banco central enfrenta pendientes y retos importantes para los próximos años.

En términos del mandato 'uniobjetivo' de la política monetaria, el gran logro estuvo en perseverar con los esfuerzos de reducción de la inflación, la cual registró por primera vez mínimos históricos e incluso tasas por abajo del objetivo de 3% por varios meses. Efectivamente, después del rebote experimentado durante la recesión del 2009, la inflación se logró mantener dentro del rango objetivo. Sin embargo, cuando Carstens toma el timón del banco central a principios del 2010, la inflación ya había disminuido hacia un 3.6% e iniciaba su tradicional alza estacional durante el primer trimestre de ese año. Durante los dos primeros años de su gubernatura, la inflación prácticamente se redujo a su objetivo de 3%. A partir del 2012 y hasta el 2014 la inflación promedio se mantuvo alrededor de 4%, para después caer nuevamente hacia el 3% a principios del 2015.

Aunado al logro anterior, el manejo bastante efectivo de las expectativas inflacionarias por parte del banco central— básicamente a través de la persuasión y la creación de un ambiente optimista con respecto al cúmulo de reformas aprobadas y puestas en marcha por el gobierno federal, lograron que la inflación cayera por abajo del objetivo de 3% hacia mediados del 2015 y se mantuvo así por 17 meses. No obstante, la tendencia decreciente solo duró alrededor de un año (de finales del 2014 a finales del 2015), para después iniciar una silenciosa tendencia al alza desde principios del 2016. En el 2017, la trayectoria inflacionaria se hizo más escandalosa y llevó a la tasa anual a más del doble del objetivo de 3% en la segunda mitad del año.

A pesar de que el logro inflacionario es loable y reconocido, al final vino a ser empañado por el significativo ajuste en precios rezagados, el cual fue iniciado por los precios y tarifas públicas y seguido por los precios privados. El importante ajuste inflacionario del 2017 es evidencia de dos cosas: primero, que la inflación por abajo del objetivo, si bien es un logro histórico, también demuestra que fue solo un evento transitorio y no sostenible.

Segundo, si el manejo de expectativas no es acompañado de un genuino mejoramiento en la estructura de formación de precios, entonces la reducción inflacionaria es solo de corto plazo y a la larga tiende a generar un ajuste brusco de precios que conlleva a que los costos superen a las ganancias inflacionarias. Así, la pregunta obligada es: ¿cual es la ganancia para el consumidor de que la inflación se haya mantenido por abajo de 3% por un año y medio, si se mantendrá por encima de 4% en los siguientes dos años (2017-2018)?

Otro de los logros a destacar es el afianzamiento de la estabilidad del sistema financiero, incluidas la supervisión y regulación, así como también el cumplimiento a tiempo de las reglas internacionales de capitalización bancaria. Aquí también hay que destacar los continuos esfuerzos por mejorar la comunicación de las decisiones monetarias a los agentes y mercados, así como la transparencia. También es notoria la contribución del instituto central no solo en la detección de posibles riesgos en el sistema financiero, sino también en la promoción y reforzamiento de mejores prácticas. Más recientemente, y a raíz del desequilibrio fiscal galopante, el instituto central dio un paso adelante al incluir sugerencias y recomendaciones en materia fiscal como parte de sus discusiones monetarias.

Si bien el balance del ejercicio monetario durante los últimos ocho años es positivo y deja al Banxico bien posicionado como institución de banca central, también existieron ciertos comportamientos que son cuestionables. El primero tiene que ver con la corresponsabilidad monetaria en el desequilibrio fiscal. Hay que recordar que desde inicios del nuevo gobierno en el 2013, y sobre todo hacia finales del año, cuando la política fiscal anuncia que se aleja del compromiso de equilibrio para incurrir en desequilibrios multianuales, la política monetaria se sincroniza a la expansión fiscal y reduce la tasa de interés desde 4.50% a finales del 2012 hasta su mínimo histórico de 3% a mediados del 2014.

Esto, en un ambiente de inflación más cercana al 4% que al objetivo de 3% da la impresión de que la relajación monetaria responde más al objetivo fiscal de crecimiento. Por supuesto, mantener tasas en mínimos históricos no solo genera ahorros por el pago de intereses de la deuda pública sino también genera un incentivo perverso para mayor endeudamiento del gobierno.

El segundo cuestionamiento tiene que ver con los síntomas de dominancia fiscal mostrado por la política monetaria. Mantener la tasa de interés en mínimos históricos entre mediados del 2014 y finales del 2015 coincide precisamente con la aceleración tanto del desequilibrio fiscal como del endeudamiento público. En los primeros tres años de la administración (2013-2015), el déficit aumentó en un punto porcentual del PIB para quedar en 3.5%, y la deuda avanzó 10 puntos del PIB para llegar a 44%.

Con esta aceleración del desequilibrio fiscal, la política monetaria quedó sujeta a la trampa de no poder aumentar la tasa de interés libremente por el riesgo de desequilibrar más las cuentas fiscales: un claro síntoma de dominancia fiscal. De hecho, todavía hacia finales del 2015, ante el arreciamiento de la volatilidad financiera generada por el inicio de la normalización monetaria en Estados Unidos, y la consecuente depreciación del peso, la junta de gobierno del Banxico aún se resistía a subir la tasa de interés argumentando que hacerlo tenía más costos que beneficios para el país. Al final, las presiones del mercado forzaron a ajustes monetarios precipitados desde inicios del 2016.

Sin embargo, también es justo reconocer la rectificación en el manejo monetario a raíz de las presiones del mercado en 2016 y 2017, en donde la política monetaria se desincronizó de la fiscal para responder a su mandato anti-inflacionario. Es importante recordar que la inflación rebasó su objetivo al inicio del cuarto trimestre del 2016 y llegó a su pico de 6.7% en agosto del 2017, con una tasa de interés alcanzando un máximo de 7.00%. Desafortunadamente para el Dr. Carstens su partida se empaña al dejar una inflación de más del doble de su objetivo oficial.

Es cierto que el ajuste brusco de precios y tarifas entre finales del 2016 y principios del 2017 generaron una realineación de precios generalizada, y que el salario mínimo aumentó en más de lo que normalmente lo ha hecho, y que la depreciación del peso despertó el efecto traspaso que muchos ya habían olvidado o ignorado. Pero todos esos factores solamente constituyen detonadores del ajuste de precios, pero no las causas reales del rebote inflacionario. Si el ajuste de precios se dio de manera sostenida fue porque la expansión monetaria lo permitió. De hecho, el exceso de liquidez monetaria aún existía hasta mediados del 2017 y las condiciones monetarias al final de 2017 son apenas neutras, mas no restrictivas.

La política monetaria está por entrar en un nuevo ciclo con un nuevo gobernador, pero también enfrenta un par de retos importantes. El primer reto está en volver a domesticar la inflación y traerla cuando menos hacia tasas dentro de su rango superior (3%-4%). El segundo reto está en que el nuevo gobernador debe asegurar el cumplimiento cabal del mandato monetario y preservar y defender la independencia monetaria tanto de la esfera política como de los intereses del mercado.

Si bien la llegada de un funcionario de la Secretaría de Hacienda a la gubernatura del banco central asegura credenciales sobresalientes como economista: formación sólida, trayectoria impecable, y suficiente experiencia, no hay que olvidar que algunas voces que propugnan por recorte de tasas se han dado precisamente en dicha secretaría. Esto abre espacio a la pregunta de si un nuevo gobernador salido de Hacienda podría resistir la tentación de empezar a promover recorte de tasas aún con inflación por encima de 4%.

Así, el gran desafío para el nuevo gobernador del Banco de México no solo está en garantizar la autonomía monetaria sino también reforzarla, de tal manera que no quede dudas de que el manejo monetario se apega estrictamente al mandato constitucional 'uniobjetivo'. Si la política monetaria desea dedicarle espacio al crecimiento económico en la toma de decisiones, entonces tiene que pedirle a los políticos en el Congreso que le asignen un doble mandato constitucional para incluir el crecimiento junto a la inflación.