

**“EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO”, PALABRAS DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO.- AMERICAS SOCIETY/COUNCIL OF THE AMERICAS CFO MEXICO CITY FORUM. Ciudad de México, 17 de mayo de 2016.<sup>1</sup>**

Quisiera en primer lugar agradecer a los organizadores por su gentil invitación para presentar a ustedes mis puntos de vista sobre la economía mexicana y la política monetaria que se está implementando en el país.

Después de un inicio de año rodeado de gran incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros internacionales, se ha venido observando, aunque con altibajos, un menor nerviosismo propiciado, entre otros factores, por expectativas de una postura de política monetaria muy relajada en Estados Unidos y otras economías avanzadas durante un periodo prolongado, la recuperación del precio del petróleo y otras materias primas, y cierta mejora de la economía China. Sin embargo, la situación económica y financiera mundial se mantiene frágil, y el riesgo de nuevos brotes de turbulencia en los mercados es elevado.

Cabe destacar, por su importancia para México, que la economía estadounidense ha mostrado resistencia a esta problemática, lo que le ha permitido alcanzar tasas de crecimiento económico superiores a la del resto de las economías avanzadas consideradas en su conjunto. Sin embargo, la apreciación del dólar, la debilidad de la demanda externa y los problemas en el sector energético se han reflejado en su producción industrial, que se ha mantenido estancada desde principios de 2015. El sector manufacturero, de

---

<sup>1</sup> Las opiniones contenidas en este documento son responsabilidad exclusiva del autor.

vínculos muy estrechos con la economía mexicana, también se encuentra en una situación de debilidad, si bien en menor grado que el sector industrial en general. Por otra parte, los analistas siguen anticipando una recuperación gradual de la producción industrial a lo largo de los próximos meses.

Después de registrar en enero de 2016 los menores niveles en casi 14 años, los precios de la mezcla mexicana de petróleo se han recuperado de manera gradual. A juicio de la Agencia Internacional de Energía (IEA por sus siglas en inglés), podría observarse una mejora en el balance mundial entre oferta y demanda de crudo desde el segundo semestre de este año, lo que daría un soporte adicional a las cotizaciones del energético. No obstante, dichos precios se mantienen en niveles bajos y, en general, los mercados a futuro siguen anticipando una recuperación paulatina en los próximos años, probablemente como resultado del estímulo que representarían los mayores precios para la oferta de crudo.

A pesar de este entorno externo complicado, la economía mexicana ha continuado expandiéndose a un ritmo moderado. Durante el periodo 2011-2015, el PIB registró una tasa de crecimiento medio anual de 2.8 por ciento. Cabe destacar que estos resultados son similares a los que se observaron en México durante los años anteriores a la crisis financiera global (2.7 por ciento anual por ciento de 2000 a 2007).

Es cierto que estas tasas de crecimiento son bajas considerando las necesidades de la población. Sin embargo, también es importante evaluarlas de manera objetiva en el contexto adecuado, particularmente tomando en cuenta que durante ese lapso se observó una disminución significativa del

crecimiento económico mundial. Por ejemplo, la tasa media anual de crecimiento del PIB en Estados Unidos cayó en 0.6 puntos porcentuales del periodo 2000-2007 a 2011-2015, y en la actualidad el nivel de la producción manufacturera en este país es todavía inferior al observado a finales de 2007. La región de América Latina y el Caribe (excluyendo México) mostró un descenso más drástico de su tasa de expansión, de alrededor de 1.6 puntos porcentuales, en esos años. Además, se observó una contracción económica en el área en 2015, esperándose una nueva caída en 2016. En términos más generales, la economía mexicana es una de las pocas entre las emergentes que logró mantener estable su ritmo de crecimiento económico en los periodos señalados.

Como es lógico suponer, las exportaciones mexicanas han resentido el efecto del estancamiento de la producción industrial en Estados Unidos y la débil actividad económica mundial. Así, el crecimiento del PIB ha sido apoyado por la demanda interna, y especialmente por el consumo privado, ya que la inversión ha seguido mostrando la salud.

Por otra parte, como resultado de la gradual recuperación de la economía, continúa observándose una brecha del producto negativa. Al respecto, cabe señalar que la tasa de desempleo se ubica aún por encima de los niveles observados antes de la crisis, las demandas de aumento salarial son moderadas, como veremos más adelante la tasa de inflación se ubica por debajo del objetivo y, si bien el crédito bancario muestra una recuperación, esta se ha dado a partir de niveles bajos.

En el caso del sector externo, se ha observado una ampliación del déficit en cuenta corriente como proporción del PIB, de 0.5 por ciento en 2010 a 2.8 por ciento en 2015. Lo anterior no es explicado por presiones de demanda sobre las importaciones, sino fundamentalmente por la transición de un superávit a un déficit petrolero, resultado a su vez del deterioro de los términos de intercambio y la menor producción en el sector.<sup>2</sup>

Se espera que la economía mexicana continúe mostrando una recuperación gradual en los próximos meses. El anticipado repunte de la producción industrial estadounidense debería reflejarse en las exportaciones de manufacturas. Al respecto, es importante considerar que, como lo constata el hecho de que las exportaciones mexicanas han seguido ganando participación en el mercado estadounidense, estas se mantienen muy competitivas.<sup>3</sup> Lo anterior permitiría un crecimiento más balanceado de los distintos componentes de la demanda agregada, que fortalecería los fundamentos de la recuperación.

Por otra parte, es importante hacer dos aclaraciones. En primer lugar, tomando en cuenta las circunstancias tanto del entorno externo como del interno, se espera que la brecha del producto se vaya cerrando pausadamente; inclusive, esta podría mantenerse en terreno negativo a lo largo del año entrante. En segundo lugar, persisten riesgos a la baja para la actividad económica en México, entre los que me parecen particularmente importantes

---

<sup>2</sup> Tras registrar un superávit equivalente a 2.0 por ciento del PIB en 2006, la balanza comercial petrolera mostró un continuo deterioro hasta volverse deficitaria en 2015, en una magnitud equivalente a 0.9 por ciento del PIB.

<sup>3</sup> Durante el primer trimestre de 2016, las exportaciones mexicanas (excluyendo petróleo crudo) alcanzaron una participación promedio de 13.92 por ciento en las importaciones no petroleras de Estados Unidos, cifra superior a la de 12.81 por ciento registrada en el mismo trimestre de 2015.

la posibilidad de un nuevo episodio de turbulencia en los mercados financieros internacionales, que incida en el desempeño de los mercados y del sector real, así como una recuperación de la producción industrial estadounidense más lenta de lo previsto, aunque también existen riesgos de naturaleza interna.

En el caso de la inflación, los hechos hablan por sí solos:

- No obstante una depreciación del peso frente al dólar que de septiembre de 2014 a la fecha acumula alrededor de 40 por ciento, la inflación registró en 2015 mínimos históricos durante 8 meses consecutivos, y en abril de 2016 se ubicó en un nivel de 2.5 por ciento, por debajo de la meta de 3 por ciento.
- México es uno de los países de América Latina con menor traspaso del tipo de cambio a los precios.<sup>4</sup>
- Las expectativas de inflación de largo plazo basadas en encuestas han disminuido y muestran mayor convergencia con la meta, si bien se sitúan todavía ligeramente por encima de esta.<sup>5</sup>

Los anteriores logros son resultado de una combinación de factores. El más importante entre estos es la implementación de políticas macroeconómicas prudentes durante muchos años. Es de destacarse, en particular, que la conducción de la política monetaria por un banco central independiente, con el mandato constitucional de lograr una tasa de inflación baja y estable, y en

---

<sup>4</sup> Ver Banco de México, Informe Trimestral, julio-septiembre de 2015 y Fondo Monetario Internacional (2016): “Traspaso del tipo de cambio en América Latina”, capítulo 4 de las Perspectivas Económicas para Las Américas, abril.

<sup>5</sup> Con base en los resultados de la “Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado” del Banco de México de abril de 2016, la mediana de las expectativas para horizontes de 1 a 4 años y de 5 a 8 años es de 3.3 por ciento. Tan sólo en junio de 2015, la mediana para el horizonte de 1 a 4 años era de 3.5%, en tanto que la correspondiente al horizonte de 5 a 8 años se ubicaba en ese nivel en septiembre del año pasado.

el contexto de un esquema de objetivos de inflación, ha fortalecido de manera considerable la credibilidad del compromiso de las autoridades con la estabilidad de precios.

La trayectoria reciente de la inflación se ha visto beneficiada también por las reformas estructurales puestas en marcha en los últimos años, que han permitido descensos significativos de los precios de diversos bienes clave en la economía, entre ellos las telecomunicaciones y la electricidad. A lo anterior cabe agregar el efecto de la disminución de las cotizaciones internacionales de diversos insumos y la ausencia de presiones de demanda sobre los precios.

Es probable que la inflación fluctúe durante el resto de este año y el siguiente alrededor de 3 por ciento. Lo anterior se explica en buena medida por el comportamiento esperado de los precios de la gasolina. A partir de enero de 2016 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público modificó el mecanismo para determinar dichos precios, introduciendo de manera temporal una banda de fluctuación, sobre la base de sus cotizaciones internacionales, como una transición hacia su completa liberalización en enero de 2018. De esta forma, la inflación en México se verá afectada este año y el siguiente, tanto por la estacionalidad de los precios internacionales de este producto, como por la fórmula empleada para determinar sus cotizaciones internas anunciada recientemente por la SHCP.

Cabe destacar que una trayectoria de la inflación caracterizada por movimientos de esta alrededor de 3 por ciento sería normal y congruente con el cumplimiento de la meta. De hecho, de percibir los agentes económicos que en el largo plazo la tasa de inflación tendría un patrón de esta naturaleza, se

facilitaría el anclaje de las distintas mediciones de las expectativas de inflación en 3 por ciento.

No obstante una situación caracterizada por una brecha negativa del producto, baja inflación y expectativas para esta bien ancladas, la tasa de interés de referencia se incrementó en diciembre de 2015 y nuevamente en febrero de este año. Lo anterior respondió al aumento de la tasa de fondos federales en Estados Unidos, en el primero de estos casos, y a un ajuste excesivo del tipo de cambio que amenazaba con afectar la inflación y sus expectativas en el segundo.<sup>6</sup>

Me parece importante señalar que en la implementación de la política monetaria la Junta de Gobierno del Banco de México ha buscado la convergencia eficiente de la inflación al objetivo, es decir, al menor costo posible para la actividad económica. En este sentido, merece destacarse que no obstante los incrementos de la tasa de referencia antes señalados, como resultado de la depreciación del tipo de cambio, las condiciones monetarias en México se mantienen relajadas. También debe tomarse en cuenta que el impacto de la mayor tasa de referencia se ha visto compensado, cuando

---

<sup>6</sup> En diciembre de 2015, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos decidió incrementar en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, mismo que se había mantenido virtualmente en cero desde finales de 2008. Dados los riesgos para el tipo de cambio y la inflación de un potencial ajuste desordenado de los flujos de capital, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió hacer lo propio en su reunión de política monetaria de ese mismo mes. A principios de 2016, las condiciones se deterioraron. En particular, el incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales y la caída del precio del petróleo afectaron a la economía a través de distintos canales. Lo anterior, combinado con otros factores, especialmente el uso del peso como mecanismo de cobertura de riesgos en otras economías emergentes, propició una fuerte depreciación de la moneda nacional, alcanzando la paridad con respecto al dólar un máximo histórico durante febrero. Al mismo tiempo, la efectividad de los mecanismos de intervención en el mercado cambiario en vigor desde finales de 2014 se vio disminuida, mientras que las expectativas para el tipo de cambio se deterioraron. Ante el riesgo de un incremento de las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación, el Banco de México decidió incrementar en 50 puntos base el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día, a 3.75 por ciento, como parte un esfuerzo coordinado de política para superar las dificultades que enfrentaba la economía.

menos parcialmente, por el efecto favorable en diversas primas de riesgo de la modificación oportuna de la postura de política monetaria. Asimismo, la incidencia de la mayor tasa de política monetaria se ha concentrado en las tasas de interés de corto plazo. Por ejemplo, del 16 de diciembre de 2015 a la fecha, el rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años ha mostrado una caída de más de 30 puntos base, a pesar del incremento de 75 puntos base en la tasa de referencia. En términos más generales, cabe recordar que el logro de una inflación baja y estable representa la mejor contribución que nuestro Instituto Central puede hacer al crecimiento de la economía.

¿Cuáles son los factores que probablemente determinarán el curso de la política monetaria en los próximos meses?

Como mencioné anteriormente, se espera que la economía mexicana siga enfrentando una brecha negativa del producto durante el periodo de influencia de la política monetaria. Por tanto, el riesgo de presiones de demanda sobre los precios, aunque presente, parece en este momento de una importancia relativa menor.

De esta forma, es probable que la implementación de la política monetaria se vea influida en mayor medida por factores de naturaleza externa. Al respecto, me parece importante destacar dos de ellos.

Primero, es bien conocido que existe una amplia divergencia de opiniones sobre el momento preciso en el que el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentará nuevamente la tasa de fondos federales. No obstante lo anterior, la expectativa predominante sigue siendo la de un incremento de dicha tasa en el corto plazo. Considero que las



circunstancias en la actualidad para las autoridades monetarias en México, no son muy distintas de las que se enfrentaban cuando la Reserva Federal aumentó su tasa de referencia en diciembre pasado. Es decir, tomando en cuenta el grado de apertura de la economía mexicana, sus cercanos vínculos con la estadounidense y el ambiente de nerviosismo en los mercados financieros internacionales, un estrechamiento del diferencial de las tasas de interés de referencia entre los dos países, podría generar movimientos desordenados de capital y riesgos para la inflación y la estabilidad financiera.

En segundo lugar, independientemente de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, como señalé en párrafos anteriores, en mi opinión existe un riesgo elevado de nuevos brotes de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. En particular, el menor nerviosismo que se ha observado recientemente no está respaldado por una mejora en las condiciones subyacentes, por lo que la fragilidad de la situación económica y financiera mundial persiste. A lo anterior caber agregar las dudas crecientes sobre la efectividad de las acciones de política monetaria en algunas economías avanzadas. También debe tomarse en cuenta que eventos tales como la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea o conflictos de orden geopolítico, pueden incidir en el comportamiento de los mercados financieros internacionales. Naturalmente, la política monetaria tendría que ajustarse con oportunidad en caso de que alguno de estos eventos diera lugar a presiones sobre el tipo de cambio, la inflación y las expectativas para esta.

La evolución de la inflación en los próximos meses también podría verse afectada por choques de oferta, como los observados a principios de este año, derivados de aumentos en los precios de los productos agropecuarios. Este

riesgo siempre está presente, ya que los precios de estos bienes tienen un comportamiento muy volátil. Si bien es cierto que choques de este tipo pueden afectar la trayectoria de la inflación, no justifican una respuesta de la política monetaria, ya que la experiencia de los últimos años en México muestra que su impacto es de corto plazo y no afecta el proceso de formación de precios en la economía.

En todo caso, el Banco de México ha manifestado con claridad que seguirá de cerca todos los determinantes de la inflación y sus expectativas, y ajustará su postura de política monetaria con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

En suma, a pesar de las difíciles condiciones externas, la economía mexicana ha continuado mostrando tasas de crecimiento estables y una baja inflación. No obstante, la importancia de fortalecer los fundamentos económicos del país y las fuentes internas de crecimiento se ha acrecentado en las complicadas circunstancias actuales. De la experiencia reciente de México, es evidente que lo anterior requiere de acciones coordinadas en distintos ámbitos. Por ello, además de los esfuerzos en materia monetaria, será indispensable continuar con las medidas de consolidación fiscal, a fin de asegurar el cumplimiento de las metas que se han fijado para los requerimientos financieros del sector público y la deuda pública en los próximos años. Asimismo, será necesario mantener la estabilidad financiera, y asegurar una implementación adecuada de las acciones de cambio estructural y transformación institucional en marcha para incrementar, de conformidad con nuestras necesidades, el potencial de crecimiento económico del país.