

Palabras del Gobernador de Banco de México, doctor Agustín Carstens, con motivo de la 76 Convención Bancaria, celebrada en Acapulco, Guerrero, abril de 2013.

- **Señor Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, doctor Fernando Aportela Rodríguez**
- **Señor Presidente de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, maestro Jaime González Aguadé**
- **Señor Presidente de la Asociación de Bancos de México, licenciado Jaime Ruíz Sacristán**
- **Señor Presidente Electo de la ABM, licenciado Javier Arrigunaga Gómez del Campo**

Señoras y señores:

Muy buenas tardes tengan todos ustedes. Como en ocasiones anteriores es para mí un privilegio tener la oportunidad de dirigir algunas palabras a tan distinguida audiencia.

El día de hoy me gustaría compartir con ustedes algunas reflexiones en torno al notable progreso institucional que hemos alcanzado en la conducción de la política macroeconómica en México. Signo de dicho progreso es el gran cambio estructural en el control de la inflación que se ha conseguido a lo largo de los últimos años.

Además, es pertinente reconocer que continuamos enfrentando un entorno externo muy complicado. La crisis que inició en 2008 en el sistema financiero de los Estados Unidos y que rápidamente se propagó a otras latitudes, ha llevado mucho más tiempo del que se anticipaba para su resolución, por lo que a los países avanzados se les han ido agotando los grados de libertad para adoptar políticas contracíclicas. De ahí que haya recaído sobre la política monetaria mitigar las presiones recesivas sobre la economía y abrir una ventana de tiempo para que se puedan implementar las reformas estructurales que efectivamente tengan el potencial de acelerar el crecimiento económico. Los países emergentes, entre ellos México, superaron rápidamente el impacto inicial de la crisis gracias a su fortaleza macroeconómica, pero más recientemente hemos resentido la desaceleración económica mundial y las externalidades de las políticas monetarias no convencionales de los países avanzados. Por tanto, es de suma importancia analizar el impacto que podría tener sobre el país la prolongación de las políticas monetarias extremadamente laxas en los principales países avanzados. Esta temática la desarrollaré en la segunda parte de mi intervención.

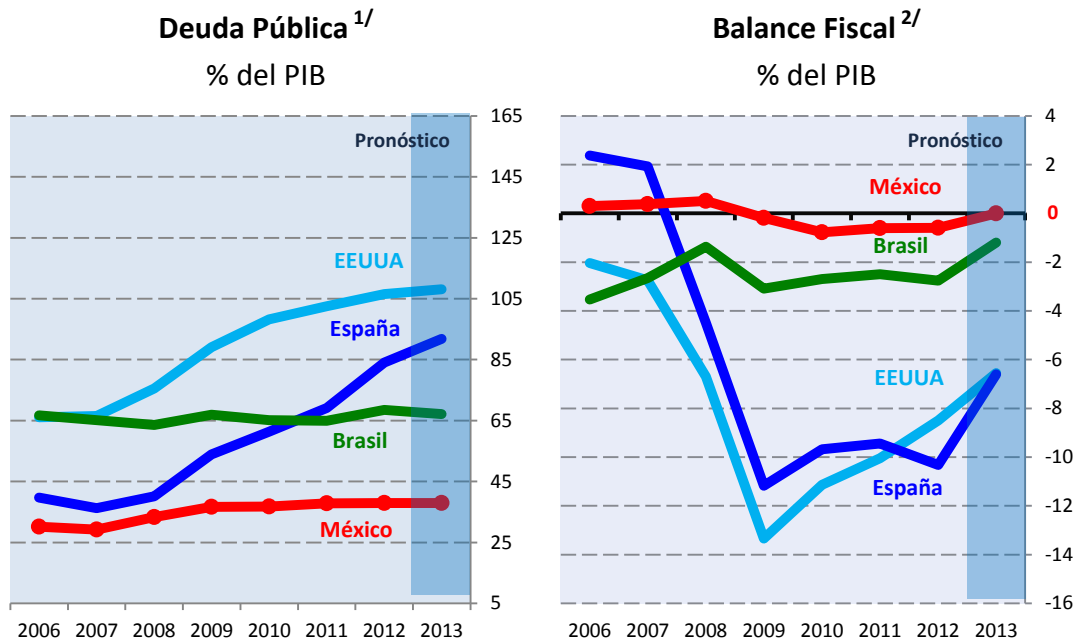
1. Marco para la Conducción de la Política Macroeconómica

La conducción de la política macroeconómica en México se sustenta en cuatro pilares: la política fiscal, la política monetaria, el régimen cambiario y la regulación y supervisión financieras. Se trata de cuatro pilares congruentes entre sí y cuyo objetivo es conformar

una plataforma sólida y estable para el crecimiento económico y el bienestar de la población.

En primer término, el manejo prudente y responsable de la política fiscal ha permitido erradicar los abultados y persistentes desbalances en las finanzas públicas que nuestro país padeció en el pasado. Como resultado de la disciplina fiscal, la deuda del sector público como proporción del PIB se ha mantenido baja y ha mejorado su perfil considerablemente (**Gráfica 1**). Entre las medidas que se tomaron en los últimos años destaca la entrada en vigor de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria en marzo de 2006 que establece, entre otras normas, una regla de presupuesto balanceado. Asimismo, también sobresalen las reformas tributarias de 2008 y 2010 que contribuyeron a fortalecer todavía más la posición fiscal de nuestro país, junto con el hecho de que, después de que se usó en este último año el espacio para tener desviaciones moderadas del equilibrio fiscal por razones temporales, el actual Gobierno retornó a un proyecto de balance fiscal para 2013. Todo lo anterior ha reducido significativamente la vulnerabilidad de las finanzas públicas en México y ha mejorado su posición relativa en la economía global.

Gráfica 1



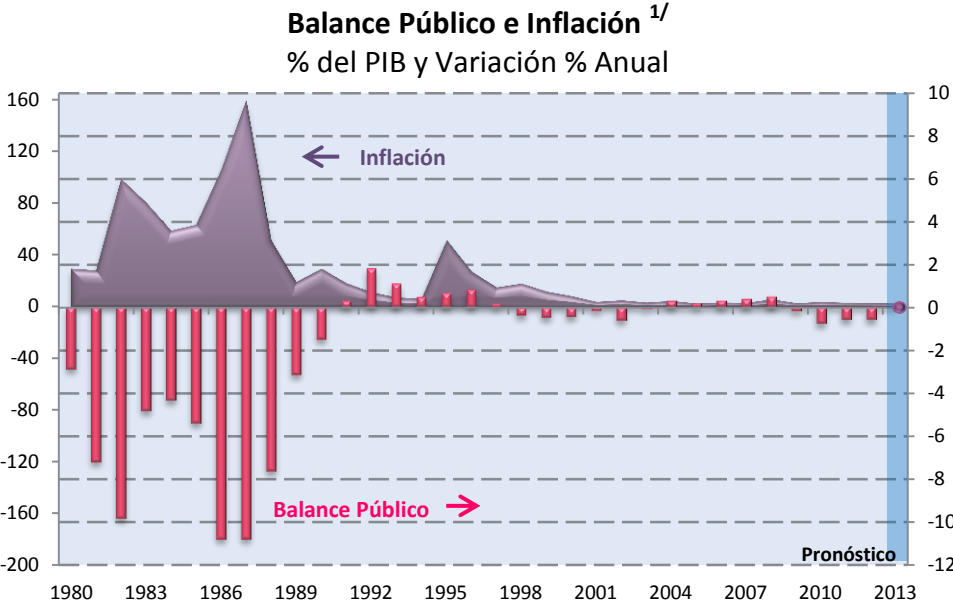
1/ Para México se refiere al Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público.
Fuente: World Economic Outlook (FMI) y Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).

2/ Para México se refiere al Balance Público sin Inversión de PEMEX.
Fuente: World Economic Outlook (FMI) y Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).

En segundo término, en lo referente a la política monetaria, desde 1993 México cuenta con un banco central autónomo que, de acuerdo con la Constitución, tiene como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. El elemento fundamental de la autonomía es mantener la separación entre las políticas fiscal y monetaria, a través de prohibir el financiamiento de los desbalances fiscales mediante emisión primaria. En ese marco de autonomía, desde 2001 el Banco de México adoptó un régimen de objetivos de inflación para la conducción de la política monetaria. El esfuerzo por fortalecer dicho esquema ha sido permanente. Así, por ejemplo, en 2011 se empezaron a publicar las minutas sobre las reuniones de decisión de política monetaria, lo cual ha mejorado aún más la transparencia y la comunicación del Instituto Central, claves

para anclar las expectativas de inflación tanto entre los participantes en los mercados como entre el público en general. El ordenamiento de las finanzas públicas y la política monetaria adoptada por el Instituto Emisor ha dado por resultado un abatimiento significativo de la inflación, llegando ésta a niveles bajos y estables, que en los últimos años ha fluctuado entre el 3 y 4 por ciento por lo general. **(Gráfica 2).**

Gráfica 2



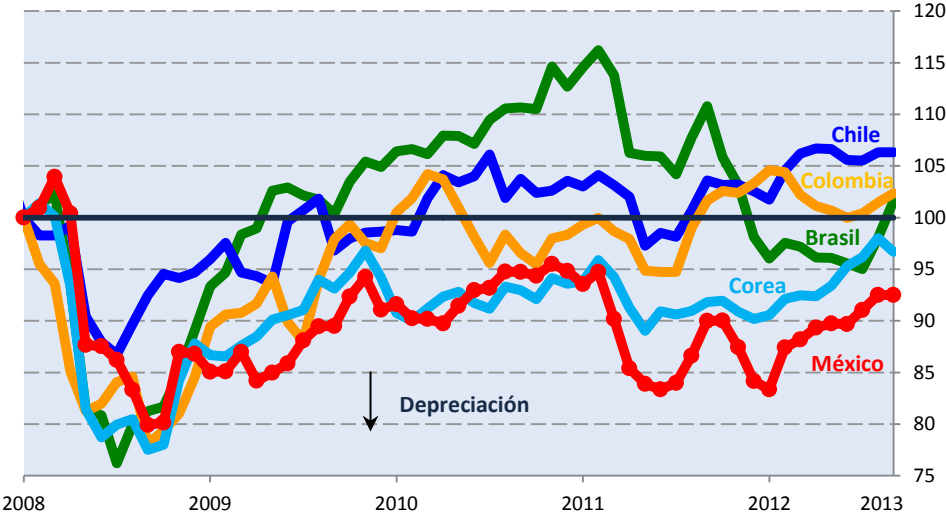
1/ Balance público sin inversión de PEMEX. Las cifras de 2013 son pronóstico.
 Fuente: INEGI y Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).

En tercer lugar, respecto de la política cambiaria, desde mediados de los años noventa México ha mantenido un régimen de tipo de cambio flexible. El régimen de flotación ha sido un elemento fundamental para la política macroeconómica, ya que ha funcionado como mecanismo amortiguador de los choques externos que ha experimentado la economía de México. En este sentido, la depreciación que tuvo el tipo de cambio real después de la crisis que

se inició en 2008, indujo un rápido crecimiento de las exportaciones y el repunte de nuestro crecimiento económico (**Gráfica 3**). Es de notarse que entre las monedas de los países emergentes el peso ha logrado mantener por mayor tiempo su depreciación real desde 2008, en buena medida debido a la apropiada mezcla de política fiscal y monetaria que hemos seguido.

Gráfica 3

Tipo de Cambio Real Multilateral
Índice jun-08=100



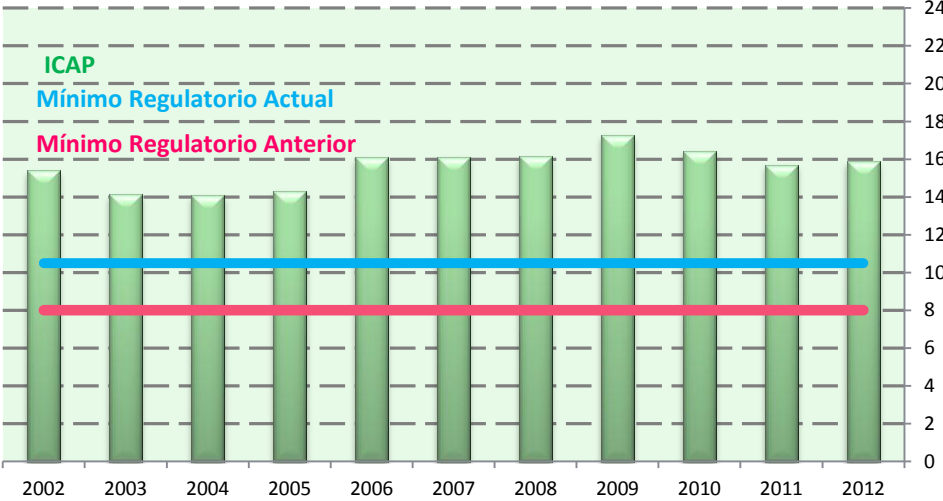
Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

El cuarto gran pilar de la estabilidad macroeconómica de la cual goza México es un sistema financiero sano y bien capitalizado. A ello ha contribuido una adecuada regulación y supervisión financiera. En este sentido, cabe señalar que México ha avanzado de manera notable en la adopción de las disposiciones referentes a Basilea III (**Gráfica 4**). Asimismo, nuestro país cuenta, al igual que otras naciones, con un Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero, en el cual participan diversas autoridades, entre ellas el Banco de México y

la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y que tiene como propósito detectar de manera oportuna posibles vulnerabilidades dentro del sistema financiero, así como la elaboración de recomendaciones para hacerles frente. Todo lo anterior ha contribuido a que México sea uno de los pocos países que cuente con un sistema bancario sano y bien capitalizado con la capacidad de contribuir al crecimiento económico con bases regulatorias sólidas.

Gráfica 4

Índice de Capitalización de la Banca ^{1/}
%



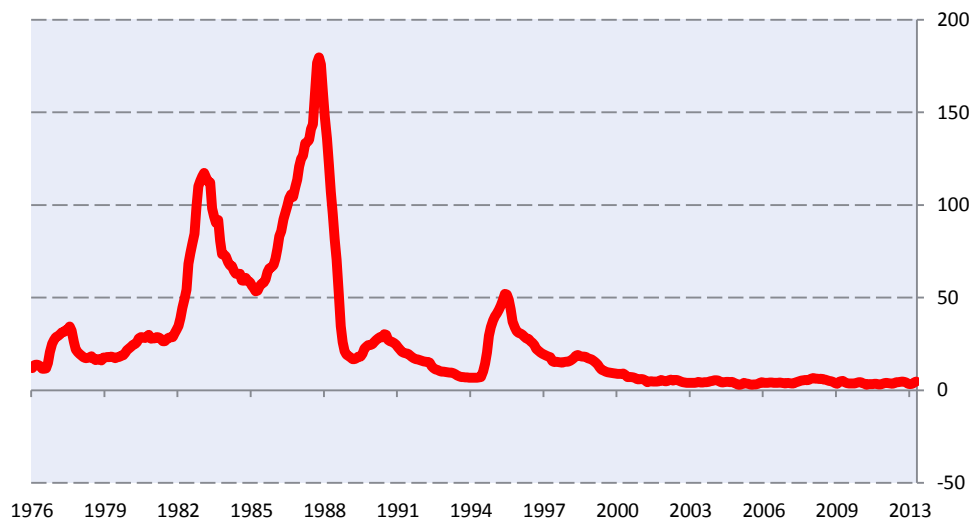
^{1/} Mínimo Regulatorio Actual vigente a partir de enero de 2013.
Fuente: CNBV y Banco de México.

2. Logros en Materia de Inflación

Gracias a todo lo anterior la economía mexicana disfruta de un ambiente de estabilidad y certidumbre, dentro del cual sobresale el control que se ha logrado sobre la inflación. El resultado ha sido una reducción más que significativa en el nivel, la volatilidad y la persistencia de la inflación en México.

Para ilustrar el avance estructural logrado en esta materia, cabe señalar que hemos conseguido reducir la inflación general de niveles por arriba del 100 por ciento en algunos años de la década de los ochentas a niveles cercanos a 3 por ciento en la actualidad. De esta manera, desde hace más de diez años la inflación ha venido fluctuando de manera ordenada alrededor de un nivel que es el más bajo desde que se calcula el Índice Nacional de Precios al Consumidor (**Gráfica 5**).

Gráfica 5
Inflación General^{1/}
% Anual



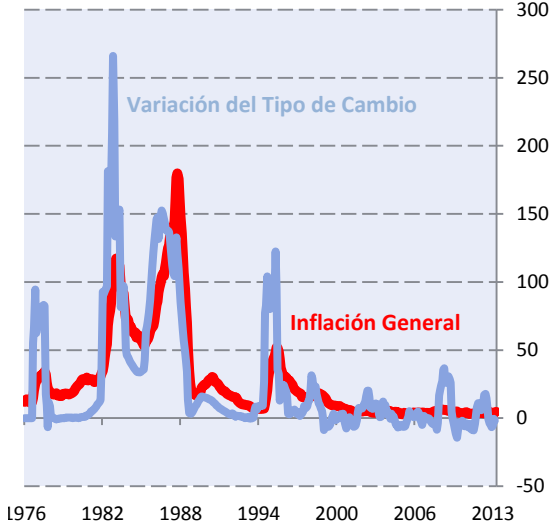
1/ Información a la primer quincena de abril de 2013.
Fuente: INEGI y Banco de México.

Asimismo, el grado de persistencia de la inflación ha disminuido. En términos generales, se dice que una inflación es persistente cuando las perturbaciones que la afectan, como las variaciones en ciertos precios relativos, por ejemplo de algunos productos agropecuarios, tienen un impacto prolongado. Por el contrario, si tales

choques tienen tan sólo un efecto transitorio sobre la inflación, ésta es calificada como no persistente. Esta menor persistencia se ha reflejado en un menor efecto de traspaso de variaciones, tanto del tipo de cambio como de los precios de los bienes agropecuarios a la inflación (**Gráfica 6A y 6B**).

Gráfica 6A

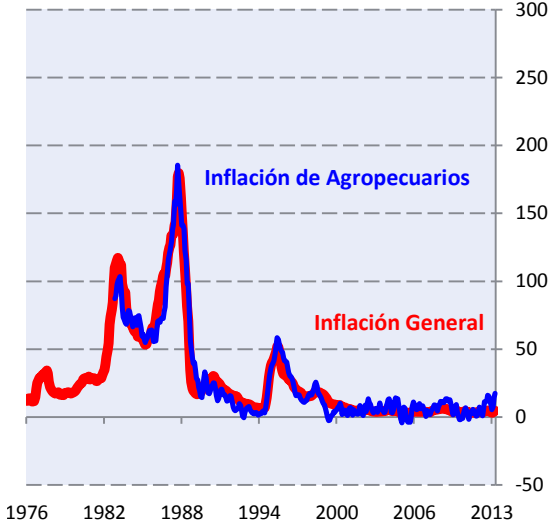
Inflación General y Variación del Tipo de Cambio ^{1/}
% Anual



1/ Inflación general a la primer quincena de abril de 2013.
Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 6B

Inflación General e Inflación de Agropecuarios ^{2/}
% Anual



2/ Información a la primer quincena de abril de 2013.
Fuente: INEGI y Banco de México.

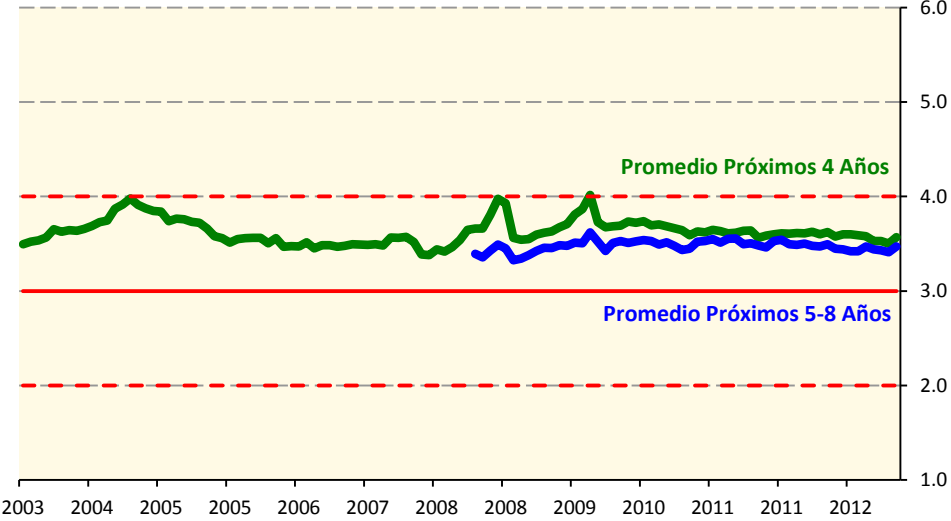
En la evidencia presentada destaca que en el pasado la tasa de inflación general guardaba una correlación muy estrecha con las variaciones del tipo de cambio y de los precios agropecuarios, mientras que más recientemente dicha correlación se ha reducido sustancialmente.

Como consecuencia de los resultados favorables en materia de combate a la inflación, la política monetaria en México ha gozado un

alto grado de credibilidad. Ello ha permitido anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos dentro del intervalo de variabilidad definido por el Banco de México, y cerca del objetivo permanente de inflación. De esta manera se genera un círculo virtuoso, ya que los esfuerzos por consolidar la estabilidad de precios retroalimentan una evolución favorable de las expectativas de inflación (**Gráfica 7**), y viceversa.

Gráfica 7

Expectativas de Inflación General Anual
%

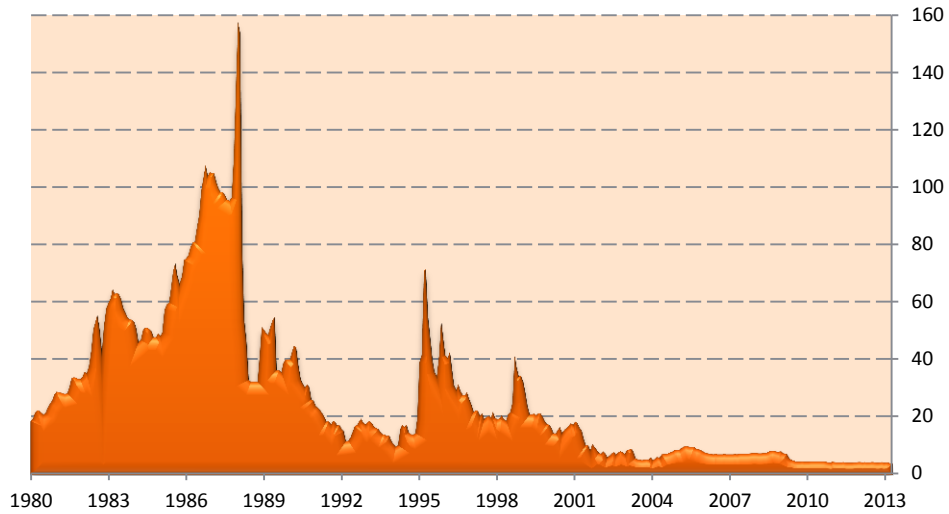


Fuente: Encuesta de Banco de México.

Así, se han reducido las primas por riesgo inflacionario en nuestro país, lo que se ha traducido en menores tasas de interés. Esta reducción ha sido sustancial. De hecho, las tasas actuales a prácticamente cualquier plazo se encuentran en niveles históricamente bajos (**Gráfica 8**).

Gráfica 8

Tasas de Interés de Corto Plazo Cetes a 91 días, %

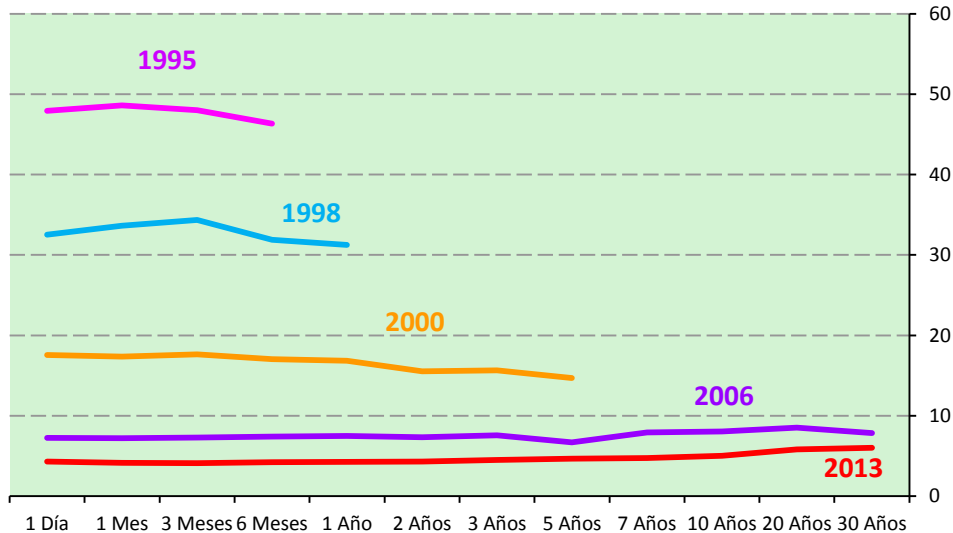


Fuente: Banco de México.

Además, el abatimiento sostenido y creíble de la inflación no sólo se ha manifestado en reducciones en las tasas de interés, sino también en una ampliación de los plazos a los que se hacen transacciones financieras en el país. Desde hace ya varios años contamos con una curva de rendimientos de títulos gubernamentales que llega a 30 años, cuando en 1995 el plazo máximo era de escasos 6 meses (**Gráfica 9**).

Gráfica 9

Curva de Rendimientos de Bonos Gubernamentales %



Fuente: Banco de México.

Lo anterior deja claro que mantener la inflación a niveles bajos y estables no es un objetivo en sí mismo. Es un medio para conquistar objetivos más altos. Las bajas tasas de interés resultantes redundan en una mayor inversión, mayor creación de empleos y un abatimiento más rápido de la pobreza.

De ahí que sea importante que los intermediarios que participan en el canal crediticio de transmisión de la política monetaria, notoriamente los bancos comerciales, estén listos para aprovechar las condiciones tan favorables que prevalecen en tasas de interés. Por supuesto otra finalidad de mantener baja la inflación es evitar el impuesto más regresivo, pues es bien sabido que altas tasas de inflación erosionan en primer lugar el salario de los trabajadores y el

ingreso de los pensionados. Esto confirma que los beneficios de la estabilidad de precios son muchos y muy variados.

Así, la decisión de la Junta de Gobierno del Banco de México en marzo pasado de reducir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día debe interpretarse como un reconocimiento a los logros estructurales que se han alcanzado en materia de control de la inflación.

En este contexto, es importante y oportuno mencionar el reciente aumento que se ha observado en la inflación en marzo y en la primera quincena de abril. En efecto, la inflación general anual recientemente se ubicó por encima de 4 por ciento y se espera que se mantenga en niveles similares en los próximos dos meses para posteriormente, a partir de junio, retomar una trayectoria descendente. Cabe señalar que el repunte actual, previsto en su momento por Banco de México, obedece a perturbaciones de oferta asociadas a factores climáticos y fitosanitarios, a aumentos en las tarifas del transporte público, así como a una base de comparación baja en los precios de frutas y verduras.

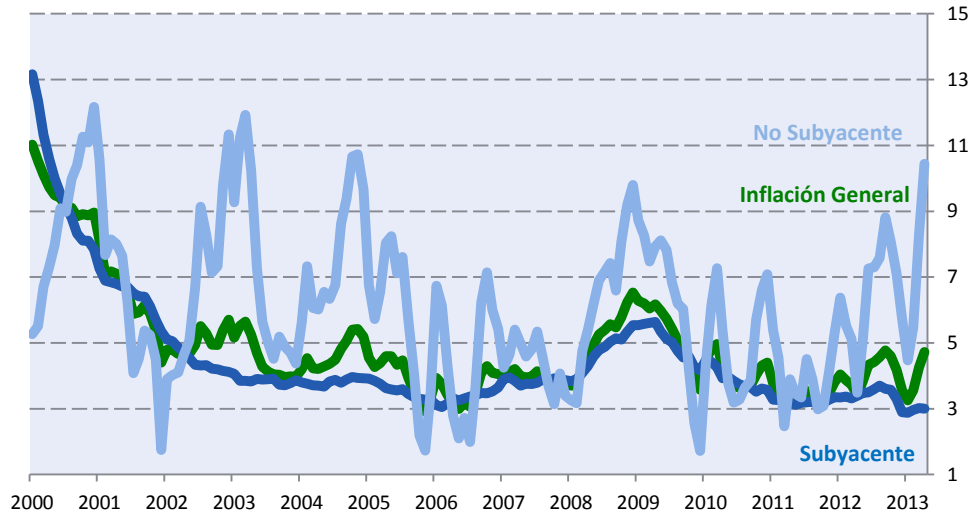
Dada la naturaleza de los factores que han provocado este repunte en la inflación, se considera que este episodio de cambios en precios relativos no afectará el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta permanente que nos hemos trazado. De hecho, en el horizonte en que la política monetaria tiene un impacto en la economía, unos 18 meses, es de esperar que la inflación general se ubique cerca del 3 por ciento. Asimismo, cabe destacar que a pesar de

los choques que han incidido sobre la inflación general, la inflación subyacente, que en buena medida refleja la tendencia de mediano plazo de la inflación, se ha comportado de manera muy favorable. Durante el primer trimestre del año se ubicó en promedio por debajo del 3 por ciento, y lo más probable es que para el resto de 2013 y para 2014 se mantenga cerca o incluso por debajo de dicho nivel.

Vale la pena resaltar el comportamiento diferenciado que han tenido la inflación subyacente y la no subyacente. La primera registra la variación de los precios de 77 por ciento de la canasta que se utiliza de referencia en el INPC, y está comprendida fundamentalmente de alimentos procesados, tabaco, alcohol, mercancías no alimentarias y servicios. Los precios de esta colección de mercancías y servicios se determinan fundamentalmente por las fuerzas del mercado y tienen la capacidad de responder, con ciertos rezagos, a las medidas de política monetaria que adopte el Banco de México. La canasta de productos cuyos precios se utilizan para calcular la inflación no subyacente son los agropecuarios y los servicios y mercancías cuyos precios son determinados por autoridades federales o de otro orden de gobierno, razón por la cual no responden a las acciones de política monetaria. En los últimos años, el principal factor que ha impedido que se alcance de manera durable la meta permanente de inflación general del 3 por ciento es la gran volatilidad registrada por la inflación no subyacente **(Gráfica 10)**.

Gráfica 10

Inflación General, Subyacente y No Subyacente^{1/}
%



1/ Información a la primer quincena de abril de 2013.
Fuente: INEGI y Banco de México.

Lo anterior no obsta para que la Junta de Gobierno del Banco de México se mantenga atenta, como siempre lo ha hecho, al comportamiento de todos los determinantes de la inflación, así como de la evolución de sus perspectivas. Ello con el propósito de vigilar que efectivamente no se contamine el proceso de formación de precios y salarios en la economía, y se converja gradualmente al objetivo permanente de inflación de 3 por ciento.

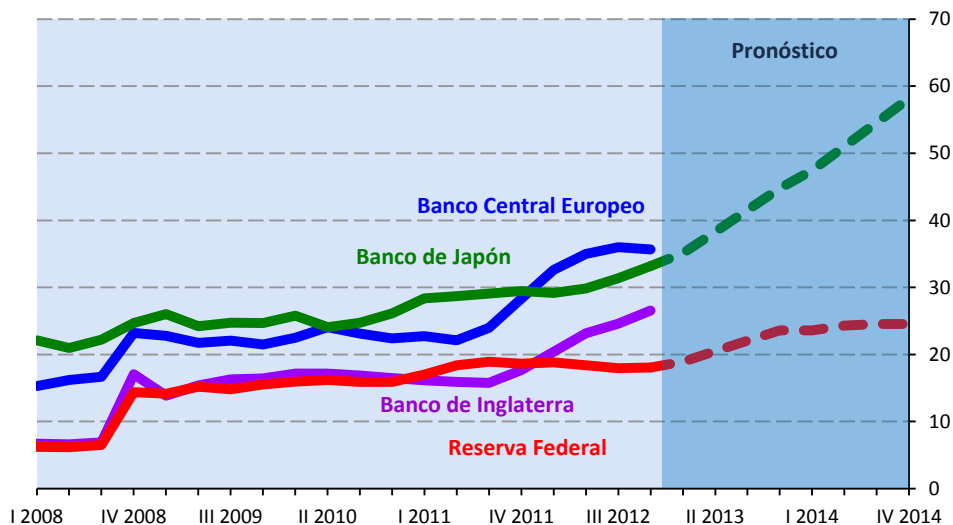
3. Retos de la Coyuntura Internacional

Procedo ahora a comentar algunos de los desafíos que la coyuntura internacional plantea a la política macroeconómica de nuestro país.

Como sabemos, en los últimos años el entorno internacional ha sido muy complicado. Diversas economías avanzadas han enfrentado la peor crisis económica desde la época de la Gran Depresión. En respuesta a la crisis, los bancos centrales de estas economías han adoptado políticas monetarias sumamente acomodaticias, llevando sus tasas de interés de referencia a niveles cercanos a cero desde finales de 2008. En adición a lo anterior, en algunas de estas economías se han adoptado diversas acciones de política monetaria no convencionales con la finalidad de proporcionar un mayor estímulo monetario (**Gráfica 11**).

Gráfica 11

Balances de Bancos Centrales
% del PIB



Fuente: Bancos Centrales y Haver Analytics.

Esta gran lasitud de la política monetaria a nivel mundial ha contribuido a generar un entorno de tasas de interés excepcionalmente bajas en las economías avanzadas. Si bien cabe

señalar que en el futuro inmediato no se contempla un retiro del estímulo monetario en dichas economías, ya que el crecimiento económico mundial continúa siendo débil y dependiente del mencionado estímulo, este escenario no puede considerarse en modo alguno como permanente. Por eso, el entorno de tasas de interés muy bajas no perdurará de forma indefinida y eventualmente las economías avanzadas tendrán que normalizar las condiciones monetarias. Ello puede tener importantes repercusiones para el resto del mundo, por lo que es oportuno discutir este tema desde la perspectiva de una economía emergente como la mexicana.

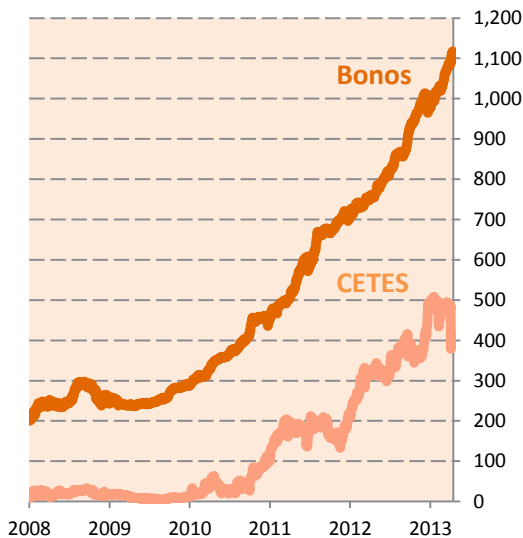
Las políticas monetarias acomodaticias en los países avanzados han tenido el propósito de estabilizar los mercados financieros y apoyar la actividad económica. En el caso de nuestro principal socio comercial, Estados Unidos, ambos propósitos se están consiguiendo, lo cual ha traído beneficios a nuestro país. Considerando el elevado grado de integración comercial y financiera entre las economías de México y de Estados Unidos, un mayor dinamismo económico en esta última sin duda ha tenido un impacto favorable sobre nuestra economía.

En adición a lo anterior, el entorno de tasas de interés excepcionalmente bajas en economías avanzadas también ha contribuido a un episodio de importantes flujos de capital hacia economías emergentes, del cual no se ha escapado México.

En términos generales, las entradas de capital proporcionan importantes beneficios para las economías receptoras. Por ejemplo, complementan el ahorro doméstico con recursos provenientes del exterior, lo que permite financiar tasas más elevadas de inversión. No obstante, también hay ciertos desafíos asociados con dichos flujos, principalmente cuando éstos se dan en un ambiente de elevada volatilidad y de gran velocidad. En particular, las entradas de capitales tienden a generar presiones hacia la apreciación de la moneda nacional. En el caso de México, la apreciación cambiaria hasta la fecha ha sido congruente con la fortaleza que muestra la economía nacional, al reflejar los diferenciales de tasas de crecimiento económico, así como de las posturas de política monetaria, entre México y nuestros principales socios comerciales. Sin embargo, la volatilidad que se ha observado en los flujos de capital puede propiciar una sobrerreacción del tipo de cambio que debe ser monitoreada cuidadosamente por la autoridad (**Gráfica 12**).

Gráfica 12

Tenencia de Valores Gubernamentales de Extranjeros
Miles de Millones de Pesos



Fuente: Banco de México.

Tipo de Cambio ^{1/}
Pesos por Dólar



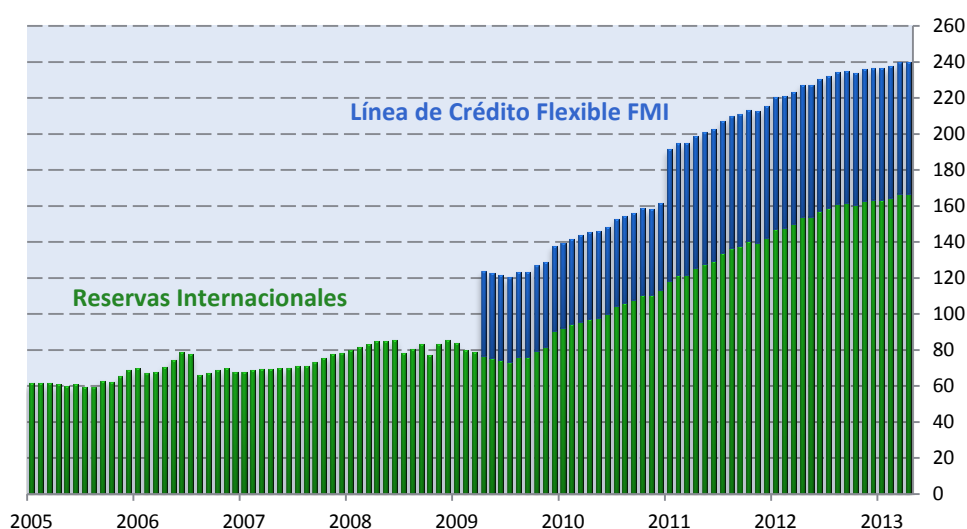
1/ El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. El último dato del tipo de cambio observado corresponde al 25 de abril de 2013. Fuente: Banco de México.

En adición a su impacto sobre el tipo de cambio, los flujos financieros internacionales a los que he hecho referencia también pueden propiciar aumentos excesivos en los precios de los activos domésticos y expansiones desmedidas del crédito, lo que suele desembocar en la formación de desbalances financieros. Asimismo, existe el riesgo de que ante un eventual retiro del estímulo monetario se produzca una reversión en los flujos de capital que, en principio, puede tener importantes consecuencias sobre la estabilidad financiera y sobre la actividad económica.

Es importante enfatizar que dada la fortaleza del marco institucional de la política macroeconómica en México, hoy en día la economía nacional se encuentra en buenas condiciones para hacer frente a un escenario como el descrito. En efecto, considerando la mejoría en los fundamentos económicos de nuestro país, la notable resistencia que ha mostrado la economía mexicana ante los choques que ha padecido recientemente, y el énfasis permanente de las autoridades en identificar vulnerabilidades y reforzar la regulación y supervisión financieras, es posible argumentar que actualmente prevalece un entorno de confianza sobre nuestra economía. Además, contamos con un nivel históricamente alto de reservas internacionales junto con la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional por más de 70,000 millones de dólares (**Gráfica 13**), recursos que serían, en su caso, sumamente útiles para enfrentar alguna contingencia.

Gráfica 13

Reservas Internacionales^{1/}
Miles de Millones de Dólares



1/ Información al 19 de abril de 2013.

Fuente: Banco de México.

Sin embargo, no podemos ser complacientes. La coyuntura internacional nos impone problemas que no debemos subestimar. La normalización de las condiciones monetarias en economías avanzadas puede tener repercusiones importantes para la economía mundial y, por consiguiente, para nuestra economía. En particular, puede propiciar una reasignación masiva de inversiones a nivel global y dar lugar a una reversión súbita de los flujos de capital que han llegado a las economías emergentes.

En términos generales, es previsible que las economías con fundamentos sólidos se vean relativamente menos afectadas por los fenómenos potenciales descritos que aquellas que tienen una posición relativamente más comprometida. En este escenario, continuar fortaleciendo el ambiente de confianza en la economía mexicana es un imperativo. Es por ello que el esfuerzo por seguir mejorando el marco institucional para la política macroeconómica en nuestro país debe ser permanente. Asimismo, debemos avanzar todavía más en el proceso de reformas estructurales para que nuestra economía sea cada vez más competitiva. Ello ha rendido frutos en el pasado y es de esperar que lo haga en el futuro.

Muchas gracias.