

“RETOS PARA LA ECONOMÍA MEXICANA ANTE UN ENTORNO EXTERNO COMPLEJO”. PALABRAS DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, EN EL 7º DESAYUNO INFORMATIVO DE COPARMEX 2015. Querétaro, Querétaro, 30 de junio de 2015.¹

Quisiera en primer lugar agradecer al Consejo Directivo de COPARMEX Querétaro, por la invitación a participar en este séptimo Desayuno Informativo de la Confederación. Además de permitirme comentar con ustedes temas de gran relevancia para nuestro país, esta visita me ha dado la oportunidad de disfrutar nuevamente los encantos de esta bellísima ciudad. Me gustaría aprovechar la ocasión para abordar algunos de los retos que enfrenta la economía mexicana, tanto a corto como a largo plazo, en un entorno internacional complicado.

Al igual que otras economías emergentes, la mexicana ha sido afectada por una combinación de choques externos en meses recientes.

El primero de ellos se deriva de la disminución de las cotizaciones internacionales del petróleo. En el caso particular de la mezcla mexicana, su precio registró una caída de más de 60 por ciento de mediados de 2014 a principios de este año. Si bien los precios del crudo han aumentado con posterioridad y se prevé una recuperación gradual en los próximos años, la percepción generalizada es que no regresarán durante un periodo prolongado

¹ Las opiniones contenidas en este documento son responsabilidad exclusiva del autor y no necesariamente coinciden con las de la Junta de Gobierno del Banco de México.

a niveles como los alcanzados hace relativamente pocos meses. Como ustedes saben, el petróleo tiene una participación modesta tanto en el PIB como en las exportaciones de nuestro país, pero las ventas por este concepto representan alrededor de una tercera parte de los ingresos fiscales, por lo que su descenso reciente ha tenido un impacto de consideración en las finanzas públicas.

El segundo choque externo se relaciona con la existencia de elevados niveles de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Lo anterior se explica por una diversidad de factores, tales como la difícil situación en Grecia, conflictos de naturaleza geopolítica y, especialmente, la expectativa de que, en virtud de la mejora que ha venido mostrando la economía estadounidense, durante la segunda mitad de este año dará inicio un ciclo alcista de las tasas de interés en ese país. Ante la persistente debilidad de otras economías avanzadas, y especialmente las de la zona del euro y Japón, se espera que los bancos centrales de estas economías mantengan tasas de interés muy bajas por un periodo prolongado. La consecuente divergencia en las condiciones monetarias de las principales economías avanzadas, ha dado lugar a movimientos de capital entre ellas con el consecuente efecto sobre sus tipos de cambio, lo que ha contribuido a acentuar el nerviosismo en los mercados.

Un tercer choque que ha afectado a las economías emergentes se origina de la desaceleración de la actividad económica mundial. En este caso, las características de los vínculos comerciales de nuestro país han permitido que el impacto sea de una magnitud menor que en otras economías emergentes. Baste recordar al respecto que alrededor del 80 por ciento de las

exportaciones mexicanas de mercancías se dirigen a Estados Unidos, y que la actividad económica global se caracteriza en la actualidad por una desaceleración de la economía china, una todavía considerable debilidad de las economías de la eurozona y Japón, y un fortalecimiento relativo de las de Estados Unidos y el Reino Unido.

Además de estos choques externos, la economía mexicana ha sido afectada por la caída de la producción petrolera. Durante el periodo 2004-2014, la producción de crudo en nuestro país registró una contracción acumulada de casi 30 por ciento. Además, para 2015 se prevé una reducción adicional, que podría incluso acentuarse como resultado de los accidentes en las costas de Campeche ocurridos en los últimos meses.

La respuesta de política adoptada por las autoridades mexicanas ante estos choques ha tenido tres componentes. En primer lugar, se ha anunciado que el gasto público federal, tanto en 2015 como en 2016, presentará ajustes a la baja por montos equivalentes a 0.7 por ciento del PIB. Lo anterior con la intención de compensar los menores ingresos por la venta de petróleo y asegurar la fortaleza de las finanzas públicas. En segundo lugar, la implementación de la política monetaria ha estado enfocada en lograr la convergencia de la inflación general al objetivo permanente de 3 por ciento. Al respecto, cabe señalar que la tasa de crecimiento anual de los precios al consumidor se ha ubicado alrededor de dicho objetivo durante 2015, y que los registros de inflación tanto para mayo como para la primera quincena de junio muestran cifras incluso inferiores a 3 por ciento. Merece destacarse que una

trayectoria de la inflación como la observada a lo largo de este año no tiene precedente histórico en México. Finalmente, la Comisión de Cambios, integrada por representantes de la Secretaría de Hacienda y del Banco de México, ha venido implementando, sobre la base de reglas previamente anunciadas, medidas orientadas a proveer de liquidez adicional al mercado de divisas, con el fin de mitigar la volatilidad de la cotización internacional de nuestra moneda.

Como resultado del difícil entorno externo, al igual que las divisas de otras economías emergentes, el tipo de cambio del peso con respecto al dólar se ha debilitado significativamente en meses recientes, habiendo acumulado de septiembre de 2014 a finales de junio de 2015 una depreciación de alrededor de 20 por ciento. Sin embargo, las acciones implementadas han permitido que dicho ajuste se dé de una manera ordenada. Así, la volatilidad del tipo de cambio del peso se ha ubicado en niveles que se comparan favorablemente con los observados en otras economías emergentes. Asimismo, las tasas de interés internas han mostrado incrementos moderados, mientras que el nivel de los indicadores de riesgo de crédito soberano se ubica por debajo de los de la mayoría de las economías emergentes.

Permítanme profundizar en los retos a los que deberá hacer frente la política monetaria en los próximos meses.

La implementación de la política monetaria en México descansa en cuatro pilares. El primero de ellos es la autonomía del banco central, atributo que

nuestro Instituto Central adquirió en 1994, en lo que indudablemente representa una de las reformas institucionales de mayor relevancia en la historia reciente de México. El segundo pilar, erigido en 2001, es un esquema de objetivos de inflación para la conducción de la política monetaria, que cuenta entre sus elementos centrales un objetivo permanente para la tasa de inflación,² así como una evaluación sistemática de los determinantes de los precios con base en una amplia gama de variables y herramientas. En tercer lugar, la búsqueda de una convergencia eficiente de la inflación a la meta, es decir, al menor costo posible en términos de actividad económica. Y en cuarto lugar, un compromiso estricto con la transparencia y la rendición de cuentas. Este enfoque de política monetaria, junto con el fortalecimiento de las finanzas públicas, han permitido un descenso sustancial de la tasa de inflación. Desde principios de este siglo, tanto la inflación general como la subyacente han mostrado una tendencia a la baja, alcanzándose, como ya se ha mencionado, la meta de 3 por ciento durante 2015.

Cabe destacar que los avances en la lucha contra la inflación van mucho más allá de la disminución de la tasa de crecimiento de los precios. En particular, a raíz de los esfuerzos realizados, los mecanismos de determinación de precios en la economía han mostrado un cambio estructural. Al respecto, cabe señalar por ejemplo la drástica caída del traspaso de depreciaciones del tipo de cambio a la inflación, así como una respuesta mucho menor de las expectativas de inflación y su dispersión ante diferentes tipos de choques. En este contexto,

² Cabe recordar que existe un intervalo de variabilidad de +/- 1 por ciento alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento.

no es sorprendente que la depreciación del tipo de cambio de meses recientes haya coexistido con un descenso de la inflación, ni que distintos choques de oferta –como los cambios impositivos de 2014 o los incrementos que frecuentemente muestran los precios de los productos agropecuarios– solo afecten de manera transitoria la inflación, sin dar lugar a efectos de segundo orden.

En virtud de estos resultados, la credibilidad de la política monetaria se ha fortalecido. Esto ha permitido disminuir la inflación, en el contexto de una caída considerable de las tasas de interés. De marzo de 2013 a junio de 2014, la tasa de interés de referencia para la conducción de la política monetaria se redujo en 150 puntos porcentuales, a su nivel más bajo en los registros, permaneciendo constante desde ese entonces. Un manejo de la política monetaria de esta naturaleza habría sido impensable hace algunos años.

Indudablemente, el principal reto para la política monetaria en la coyuntura actual es consolidar los avances logrados en la reducción de la inflación. ¿Cuáles son los riesgos que se enfrentan a este respecto? Para responder a esta pregunta, es necesario considerar, en primer lugar, que no obstante el gradual fortalecimiento de nuestra economía, ésta presenta todavía un elevado grado de holgura. Lo anterior se refleja con claridad en la tasa de desempleo, que si bien ha mostrado una tendencia a la baja en meses recientes, continúa registrando cifras superiores a las previas a la crisis financiera global, así como en el hecho de que no se observan presiones en los mercados de crédito, en el sector externo o los salarios. De hecho, los cálculos

de la brecha del producto (es decir, de la diferencia entre el PIB observado y el que puede alcanzarse sin generar presiones inflacionarias) arrojan una cifra negativa que permite descartar presiones de demanda sobre los precios en los próximos meses. En adición a lo anterior, como ya se señaló, los choques de oferta, si bien frecuentes, han mostrado tener un impacto solo temporal sobre los precios, sin traducirse en ajustes al alza en las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

En un contexto de ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda, así como de un impacto transitorio de choques de oferta sobre los precios, el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos representa probablemente la principal fuente de riesgo para la inflación en México en los próximos meses. Lo anterior en virtud de su potencial efecto sobre la volatilidad en los mercados financieros y los flujos de capital a nuestro país y, consecuentemente, sobre el tipo de cambio del peso frente al dólar. Si bien, como se explicó previamente, el traspaso del tipo de cambio a la inflación es en la actualidad muy bajo, el riesgo de una etapa de turbulencia en los mercados financieros que dé lugar a presiones sobre el tipo de cambio del peso y los precios, no puede descartarse.

Puede argumentarse que los retos para la economía mexicana derivados de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos se acentúan en virtud del alto nivel de apertura financiera de nuestra economía y de las tenencias de valores gubernamentales en pesos por parte de inversionistas

extranjeros.³ Al respecto, cabe señalar lo siguiente: a) si bien una mayor apertura a los flujos de capital implica una exposición mayor de nuestro país a episodios de turbulencia financiera internacional, los beneficios de largo plazo de esta medida (acceso a ahorro externo, diversificación de riesgos, mayor profundidad del sistema financiero, etc.) más que compensan los riesgos; b) las tenencias de extranjeros de bonos gubernamentales en pesos como por ciento del total son muy parecidos al promedio de las principales economías emergentes;⁴ c) en el caso de México, dichas tenencias tienen una naturaleza de largo plazo, no solamente por su duración, sino por el hecho de que en su mayor parte están en manos de inversionistas institucionales, lo que por su naturaleza las hace más estables;⁵ d) en los últimos meses se ha observado un cambio en la composición de estas tenencias, de valores de corto plazo hacia bonos de largo plazo, lo que apoya la conclusión de que estas inversiones en su mayor parte no son de naturaleza especulativa.

En todo caso, ante el inminente apretamiento de las condiciones financieras globales, la postura de política monetaria en México tendrá que ajustarse. Sin embargo, el momento preciso enfrenta diversos factores de incertidumbre. En

³ El índice de apertura financiera construido por los profesores Chinn e Ito, basado a su vez en información del Fondo Monetario Internacional, da una calificación para México en 2013 a la par de economías como las de Corea y Chile, y significativamente superior a otras emergentes como las de Turquía, Brasil, India, China y Sudáfrica. Para mayor detalle, véase *The Chinn-Ito Index* (última actualización disponible en http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm).

⁴ Al 18 de junio de 2015, las tenencias de no residentes de valores gubernamentales mexicanos eran equivalentes al 30.3 por ciento del total en circulación, cifra ligeramente inferior a la observada al cierre de abril de 2015 para el promedio de una muestra de diez economías emergentes (Brasil, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía), ponderado por el valor en dólares de las tenencias de no residentes en cada país (30.5 por ciento).

⁵ Al 31 de marzo de 2015, era posible identificar un monto equivalente a alrededor de 53 por ciento del total de estas tenencias en poder de inversionistas institucionales. No existe información disponible sobre la composición del restante 47 por ciento, pero es razonable suponer que una parte de estos recursos también está en manos de inversionistas institucionales.

primer lugar, se desconoce la fecha precisa en que dará inicio el ciclo alcista de las tasas de interés en Estados Unidos. En segundo lugar, resulta imposible conocer de antemano en qué medida incidirá la normalización de la política monetaria en ese país sobre la paridad peso-dólar y otras variables financieras en México. Finalmente, existe también incertidumbre respecto del momento en que las acciones de política monetaria en Estados Unidos se verán reflejadas en estas variables. En particular, cabe la posibilidad de que los mercados se adelanten a las decisiones de la Reserva Federal y lleven a cabo los ajustes correspondientes antes de que se incremente el objetivo para la tasa de fondos federales. En virtud de lo anterior, la política monetaria debe estar preparada para responder de manera oportuna y flexible en la medida en que las circunstancias lo requieran.

Es indudable que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos plantea retos de consideración para las economías emergentes. Sin embargo, es posible afirmar, con un nivel razonable de confianza, que México se encuentra bien preparado para enfrentarlos, y en general para superar episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales independientemente de su origen. Por una parte, nuestro país cuenta con una posición macroeconómica sólida, fundamentada en políticas monetaria y fiscal prudentes, un déficit en cuenta corriente moderado, un tipo de cambio flexible que ha mostrado un funcionamiento muy eficiente, y niveles de reservas internacionales cercanos a los máximos históricos, además de una línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional por un monto equivalente a casi 70 mil millones de dólares. Por otra parte, el sistema

bancario está bien capitalizado, no se perciben burbujas en los precios de activos, y se han fortalecido tanto el esquema de regulación y supervisión financiera, como el marco institucional para la coordinación de las distintas autoridades responsables de la estabilidad financiera en el país. Además, es importante tomar en cuenta que el potencial de crecimiento de la economía debería verse fortalecido con la reciente aprobación y puesta en marcha de medidas de cambio estructural en una amplia gama de sectores.

Quisiera ahora hacer algunos comentarios sobre el crecimiento económico en México desde una perspectiva de largo plazo.

La noción de que un ambiente de inflación elevada es pernicioso para el crecimiento económico tiene un amplio sustento, tanto empírico como teórico. Sin embargo, también existe consenso en que el logro de bajas tasas de inflación de manera sostenida, si bien indispensable, no es suficiente para que una economía pueda gozar de tasas de crecimiento económico adecuadas. La experiencia de México es ilustrativa a este respecto. No obstante los importantes avances en el combate a la inflación, el ritmo de crecimiento económico en nuestro país ha seguido registrando cifras relativamente modestas.

Existen buenas razones para esperar un cambio de tendencia en el crecimiento económico de México durante los próximos años. El potencial productivo de la economía ya es evidente en la evolución general de nuestras exportaciones, que ha permitido a nuestros empresarios incrementar de manera importante

su participación de mercado en la economía estadounidense, aun frente a la competencia de economías como la china.⁶ Destaca en particular el desempeño, tanto reciente como prospectivo, de sectores como el automotriz y de autopartes.⁷

Naturalmente, el reto es generalizar estos avances al resto de la economía. Este es precisamente el objetivo del proceso de reforma estructural emprendido recientemente en nuestro país. Para tener una idea más clara de la importancia de los esfuerzos realizados, vale la pena señalar que, con base en una metodología comparativa, la OCDE cataloga a las medidas de reforma estructural aprobadas en México durante el periodo 2013-2014, como las más ambiciosas entre sus países miembros.⁸ También es de destacarse que, a diferencia de otras economías que también pusieron en marcha acciones importantes de cambio estructural en años recientes, en el caso de México estas no fueron detonadas por una crisis.

El crecimiento económico en los próximos años también debería verse apoyado por condiciones demográficas favorables, ya que la evolución esperada de la población de nuestro país nos permitirá beneficiarnos de tasas de crecimiento de la fuerza laboral elevadas en relación a otras economías

⁶ Las importaciones de Estados Unidos provenientes de México aumentaron de 9.1 a 12.9 por ciento del total, de julio de 2005 a abril de 2015.

⁷ Según la Organización Internacional de Fabricantes de Automóviles (OICA, por sus siglas en francés), en 2014 México ocupó el séptimo lugar mundial en la producción total de vehículos (incluyendo comerciales y de pasajeros). Asimismo, la Organización Mundial de Comercio ubica a México como el cuarto mayor exportador global de productos automotrices en 2013. Además, se espera que la capacidad instalada en esta industria aumente considerablemente en los próximos años.

⁸ Ver Organization for Economic Co-operation and Development (2015): *OECD Economic Surveys: Mexico*, January.

emergentes. También es importante considerar que si bien es probable que las economías emergentes sigan enfrentando una situación económica mundial compleja en los próximos años, es de esperarse que dicho entorno externo sea menos desfavorable para México. Por una parte, el crecimiento potencial de Estados Unidos se ha visto menos afectado por la crisis financiera global y enfrenta menos riesgos a la baja que los de otras economías importantes, entre ellas China y la zona del euro.⁹ Por otra parte, la baja participación de las materias primas dentro de nuestras exportaciones totales podría convertirse en un factor adicional de diferenciación, dado el contexto actual de bajas cotizaciones internacionales para estos productos y la expectativa de que continúen deprimidas en los próximos años.¹⁰

La implementación de las medidas de reforma estructural en México ya ha iniciado, y algunos de los resultados esperados de las mismas ya son evidentes. Al respecto, destacan, por citar algunos ejemplos, las bajas en los precios de los servicios de telecomunicación, reflejo a su vez de la mayor competencia en el sector; el amplio interés de empresas privadas, tanto nacionales como extranjeras, por participar en los procesos de licitación de contratos en el sector energético; y la percepción entre el sector privado de que los cambios recientes han redundado en un marco regulatorio en el sector laboral más propicio para la inversión. Son de destacarse también las importantes acciones llevadas a cabo para mejorar el marco institucional de nuestro país, entre ellas

⁹ Ver International Monetary Fund (2015): “Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output”, Chapter 3, *World Economic Outlook*, April.

¹⁰ La participación de las materias primas en las exportaciones totales de mercancías es de alrededor de 15 por ciento en México, cifra que se compara con las de 86, 85, 82 y 62 por ciento en Chile, Perú, Colombia y Brasil, respectivamente.

la recientemente aprobada Ley General de Transparencia y Acceso a la Información Pública, y la reforma constitucional que crea el Sistema Nacional Anticorrupción.

Sin embargo, es necesario reconocer que si bien los esfuerzos hasta ahora realizados son de enorme relevancia, constituyen tan sólo el inicio de un largo proceso. Indudablemente, el impacto de las reformas estructurales en la productividad de nuestra economía tomará tiempo. Adicionalmente, el logro de mayores tasas de crecimiento económico potencial requerirá de esfuerzos sostenidos para garantizar la estabilidad tanto macroeconómica como financiera, así como de una adecuada implementación de las reformas estructurales. También es preciso considerar que será necesario poner en marcha cualquier acción adicional necesaria para hacer frente a otros posibles obstáculos a la expansión de la economía.

¿Es posible alcanzar un mayor crecimiento potencial en México? Me parece que el Estado de Querétaro constituye un ejemplo palpable de la viabilidad de alcanzar este objetivo. El PIB de Querétaro registró durante el periodo 2005-2013 un crecimiento anual medio de 4.8 por ciento, el más alto entre las entidades del país y cerca del doble del observado a nivel nacional. Esta expansión se ha sustentado en un crecimiento sólido de la industria de la exportación y una estructura económica diversa, que entre otras cosas se caracteriza por acoger a una de las mayores concentraciones de empresas del sector aeroespacial en México. Asimismo, Querétaro ha consolidado su posición como *cluster* manufacturero en años recientes. Confío en que de

manera similar a lo alcanzado en esta entidad, nuestro país será capaz de iniciar una nueva etapa caracterizada por tasas más elevadas y sostenidas de crecimiento económico.

Muchas gracias.