

Expectativas sobre la Economía Mexicana

Palabras de

Manuel Sánchez González

Subgobernador del Banco de México

en el

2015 Business Forecast

Chicago Booth Alumni Club of Mexico

Ciudad de México, México

Enero 22, 2015

Gracias por la invitación a participar en la reunión “2015 Business Forecast”, organizada por los exalumnos en México de la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago. Como exalumno de esta universidad, me siento particularmente privilegiado de poder platicar con ustedes en este evento.

A pesar de que pronosticar es una práctica común entre los economistas, es bien sabido que nadie posee una bola de cristal para vislumbrar el futuro, especialmente el de corto plazo. Lo que puedo prometer, en este sentido, es hacer mi mejor esfuerzo para, como reza la expresión en inglés, “leer las hojas de té” e intentar dar una idea en torno a la perspectiva económica cercana.

Dividiré mis comentarios en dos partes, hablando primero del escenario externo y, luego, de la posible evolución de los acontecimientos económicos internos. Como siempre, mis opiniones son completamente personales y no necesariamente reflejan las del Banco de México o las de su Junta de Gobierno.

Escenario Externo

Tres temas centrales podrían definir el contexto externo de la economía mexicana en el corto plazo. El primero, como es habitual, atañe a las perspectivas de nuestro principal socio comercial, Estados Unidos. La economía en ese país continúa fortaleciéndose, habiendo registrado en el segundo y tercer trimestres del año pasado una expansión significativa del PIB, de 4.6 y 5 por ciento, respectivamente, en términos anualizados.

El crecimiento anual en ese país desde mediados de 2011 ha sido en promedio de alrededor de 2 por ciento. Los datos disponibles para el cuarto trimestre de 2014 y algunos indicadores adelantados sugieren que el impulso es el adecuado para una mejoría en 2015.

El consenso de los analistas prevé una expansión de alrededor de 3 por ciento para este y el próximo año. Los principales motores son un incremento en el consumo y la inversión, gracias a un mayor ingreso personal y una mejora en las expectativas, además de una recuperación sostenida en la construcción de viviendas.¹

Este escenario enfrenta algunos desafíos potenciales. Los principales riesgos a la baja se derivan de la posibilidad de una mayor desaceleración de la economía mundial, particularmente en la zona del euro, Japón y China y su impacto en Estados Unidos.

Junto con el crecimiento moderado, pero continuo, la economía estadounidense ha visto una disminución persistente de la tasa de desempleo, que ha caído desde un máximo de 10 por ciento en la crisis financiera, hasta 5.6 por ciento recientemente. Durante los últimos cuatro años los miembros del FOMC han revisado a la baja consecutivamente sus proyecciones de desempleo. A pesar de ello, la realidad ha superado persistentemente las previsiones actualizadas, ya que esta variable ha decrecido recurrentemente a un ritmo aún más rápido de lo anticipado.

¹ Véase Blue Chip Economic Indicators (2015), *Top Analysts' Forecasts of the U.S. Economic Outlook for the Year Ahead*, enero.

Una extrapolación de esta tendencia sugiere que, tal vez este mismo año, el desempleo podría acercarse a 5 por ciento, una tasa cercana a las tendencias de largo plazo en ese país. La fortaleza del mercado laboral, sin embargo, está sujeta a debate, especialmente teniendo en cuenta la reducida tasa de participación laboral y el aparentemente bajo crecimiento de la masa salarial.

En vista del progreso en la disminución del desempleo, no es sorprendente que los miembros del FOMC, al igual que los mercados, anticipen la primera alza en las tasas de interés de referencia también este año. En ese sentido, un segundo factor externo para México es la expectativa de que el inicio de una gradual normalización de la política monetaria esté cercano, según lo sugerido por el boletín y las minutas de la última reunión del FOMC. Las minutas reconocen que la economía está ganando fuerza y que la menor inflación, acentuada por la caída de los precios del petróleo, no sería un factor para descartar un aumento de la tasa de interés.²

En concordancia con lo anterior, la mayoría de los participantes en las reuniones del FOMC de diciembre de 2013 y 2014 ha pronosticado que la primera alza se produciría en 2015. Un mensaje similar puede extraerse de los mercados de futuros, los cuales, suponiendo que la primera alza es de 25 puntos base, apuntan a que ésta se materialice durante la segunda mitad del año. Con todo, la decisión sigue siendo una cuestión abierta, especialmente a la luz de la inflación moderada.

² Véase Board of Governors of the Federal Reserve System (2014), *Policy Statement*, diciembre; y Board of Governors of the Federal Reserve System (2014), *Minutes of the Federal Open Market Committee*, diciembre.

El mejor desempeño económico y el apretamiento monetario esperado en Estados Unidos contribuyen a explicar el fortalecimiento generalizado del dólar. Esta moneda se ha apreciado desde el año pasado, alcanzando recientemente su nivel más alto en once años, según el DXY, que mide el valor del dólar respecto a seis importantes divisas. Es probable que el dólar se siga apreciando por algún tiempo, apoyado por la perspectiva favorable del crecimiento de Estados Unidos para este año y la creciente divergencia en la política monetaria de los principales bancos centrales.

Un tercer factor externo importante para México es la fuerte caída de los precios del petróleo, que han descendido a niveles no observados en casi seis años. En esta ocasión, a diferencia de lo sucedido en 2009, el choque en el precio del petróleo refleja principalmente determinantes de oferta, incluyendo un importante auge en la producción petrolera de Estados Unidos, iniciado en 2008.

Además, desde mediados de 2014 varios fenómenos han aumentado la competencia entre los productores de petróleo destacando el impacto en el mercado estadounidense de la reducción de precios por parte de Arabia Saudita, la apertura de terminales de petróleo de exportación en Libia, y la falta de un acuerdo de la OPEP para reducir la producción. Por último, del lado de la demanda, una disminución del crecimiento económico en importantes países importadores de petróleo precedió la caída del precio.

Se espera que los precios del energético continúen bajos por un tiempo, o incluso caigan aún más. Muchos productores dedicados a la extracción no convencional de alto costo, como el sector de esquistos, están altamente apalancados o han cubierto sus precios en diferente grado, por lo que es probable que sigan produciendo durante cierto periodo. De cualquier manera, la perspectiva de precios bajos hará que las empresas de gas y petróleo comiencen a suspender sus proyectos de inversión y eventualmente a disminuir su producción, permitiendo que la oferta y la demanda se ajusten y que los precios se recuperen en cierta medida. Sin embargo, los precios del petróleo relativamente bajos podrían ser una nueva normalidad para la economía mundial en tiempos venideros.³

La caída ha constituido, obviamente, un choque negativo para los países exportadores de petróleo, con implicaciones para sus finanzas públicas que pudieran ser significativas. En contraste, los precios bajos del petróleo ayudarán a la economía mundial en general y, en particular a Estados Unidos, así como a otros grandes importadores de petróleo, incluyendo Europa, Japón y China.⁴

La economía mexicana en vías de recuperación

En relación a la economía mexicana abordaré tres temas clave. El primero es la actividad económica. El crecimiento ha sido más bien decepcionante y, desde

³ Para una perspectiva de los precios del petróleo, véase por ejemplo Goldman Sachs (2015), "The new oil order: Lower for longer to keep capital sidelined." *Commodities Research*, enero.

⁴ Para un análisis de las posibles implicaciones de los bajos precios del petróleo, ver Institute of International Finance (2014), *After the fall—Consequences of lower oil prices*, diciembre.

mediados de 2012, tendió a reducirse. Desde entonces el aumento promedio anual del PIB se ha ubicado ligeramente por encima del 2 por ciento. Sin embargo, su ritmo de expansión se fue desacelerando hasta el primer trimestre de 2014.

A partir del segundo trimestre de 2014, se ha observado una cierta mejoría, si bien con un menor dinamismo en el tercer trimestre. Los datos disponibles para el cuarto trimestre sugieren un desempeño ligeramente mejor. Sin embargo, en balance, la conclusión es que la recuperación económica aún no se ha consolidado.

Las previsiones del consenso de analistas sugieren que, junto con Estados Unidos, México registrará una recuperación gradual de su economía este año y el próximo. El Banco de México prevé un crecimiento del 3 al 4 por ciento para 2015, y de 3.2 a 4.2 por ciento para 2016.⁵

Los principales motores de crecimiento serían las exportaciones, favorecidas por el sólido desempeño económico de Estados Unidos, y el repunte en el gasto doméstico privado. Las mayores exportaciones destinadas a Estados Unidos seguirían respaldando las manufacturas, que son un sector clave de la economía mexicana, en particular la industria automotriz. Los menores precios de la gasolina en Estados Unidos podrían impulsar aún más la demanda en este sector.

⁵ Véase Blue Chip Economic Indicators (2015), *Top Analysts' Forecasts of the U.S. Economic Outlook for the Year Ahead*, January; y Banco de México (2014), *Informe Trimestral, Julio-Septiembre 2014, Resumen*, Noviembre.

Adicionalmente, la recuperación de la construcción en México podría continuar gracias a la reconfiguración de la industria de la vivienda. El hecho de que el consumidor en México no esté excesivamente endeudado es otro factor que podría apoyar la reanimación del sector de vivienda.

Conforme la economía mexicana continúe expandiéndose, también lo harán el empleo y la masa salarial real, aumentando así el consumo interno. Por último, en general los bancos mexicanos se encuentran en una posición sólida, por lo que estarían listos para sostener la expansión del sector privado.

Hay riesgos a la baja para este escenario. En primer lugar, los niveles relativamente reducidos de confianza de los consumidores y de los productores podrían permanecer estancados. En segundo lugar, los eventos sociales podrían llegar a tener efectos negativos sobre la actividad económica. En tercer lugar, la continua disminución de la plataforma de producción petrolera afectaría aún más al sector minero, con consecuencias negativas para el PIB total. También, los bajos precios del petróleo presionan las finanzas públicas.

Vale la pena señalar que la importancia del petróleo en la economía mexicana continúa disminuyendo. La plataforma de producción de este insumo en nuestro país ha venido cayendo desde 2004. Mientras que las exportaciones petroleras representan una fracción baja y decreciente de las exportaciones totales, actualmente la balanza comercial en la materia es relativamente reducida. El

impacto negativo directo de un petróleo barato se concentra en las finanzas públicas, ya que Pemex es un exportador neto de petróleo. Para 2015, la exposición del gobierno a las fluctuaciones de precios está cubierta.⁶

Por el lado positivo, la recuperación económica de Estados Unidos podría ganar más fuerza, y también podrían generarse beneficios de las reformas estructurales en México, mayores a los actualmente esperados.

El segundo tema de importancia para nuestro país son los mercados financieros. La volatilidad global ha afectado los mercados internos, si bien éstos han operado con amplia liquidez y sin interrupciones.

En particular, el debilitamiento del peso desde mediados de 2014 refleja, en gran medida, factores globales como la apreciación generalizada del dólar y la caída de los precios del petróleo. El ajuste del tipo de cambio ha sido ordenado, tal y como se refleja en los altos volúmenes de transacción y el bajo diferencial de compra-venta. Además, los mercados de derivados han permitido a los inversionistas cubrir el riesgo cambiario, como lo muestra la reciente posición corta del peso en los mercados de futuros cambiarios en Chicago.⁷

⁶ Para consultar los detalles sobre la cobertura petrolera del gobierno mexicano, ver SHCP (2014), "El gobierno federal cubrió la totalidad de los ingresos petroleros para 2015." *Comunicado de Prensa* 097/2014.

⁷ Para una revisión de las perspectivas de variables financieras y reales, véase, por ejemplo, Banco de México (2014), *Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: diciembre 2014*, diciembre.

Sin embargo, la proporción respecto al total de bonos gubernamentales en pesos, en manos de no residentes, sigue siendo alta, e incluso recientemente ha alcanzado nuevos máximos. Además, la curva de rendimientos de México se ha desplazado hacia abajo y se ha aplanado en el último año. En otras palabras, el peso se ha depreciado aunque las tasas de interés no están muy lejos de sus mínimos históricos.

La relativa resistencia de los mercados financieros nacionales en los últimos meses no significa que la economía sea inmune a choques futuros. La incertidumbre sobre los tiempos y la velocidad de la normalización monetaria de Estados Unidos persiste, por lo que no pueden excluirse episodios de turbulencia en los mercados financieros. Esto plantea desafíos en la gestión de carteras de renta fija de largo plazo, entre otros.

En este contexto, es necesario que las autoridades mantengan una postura proactiva, primero mediante el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos a fin de proporcionar una mayor protección contra choques externos. En segundo lugar, se debe permanecer alerta, identificando oportunamente posibles riesgos financieros sistémicos, para hacer ajustes.

El tercer tema clave se refiere a la política monetaria y la inflación. Como ustedes saben, entre marzo de 2013 y junio de 2014, el Banco de México redujo su tasa de

interés objetivo en 150 puntos base en un contexto de debilidad en la actividad económica.

Durante 2014, la inflación tendió a mantenerse por arriba del límite superior del intervalo de variabilidad en torno al objetivo permanente de 3 por ciento. Los principales factores de estas presiones provinieron de los aumentos de impuestos efectuados desde el inicio del año, y de ciertos incrementos en los precios agropecuarios.

La inflación probablemente será menor en 2015, tomando en cuenta el efecto base de comparación favorable de los aumentos de impuestos del año pasado, un menor ajuste de los precios de la gasolina y la electricidad, y la eliminación del cobro por larga distancia nacional. De hecho, la inflación anual de la primera quincena de enero fue 3.1 por ciento, en comparación con un 4.6 por ciento en el mismo período de 2014. El Banco de México espera que la inflación se aproxime a 3 por ciento a lo largo de este año.⁸

Sin embargo, existen riesgos para este escenario. No obstante el bajo traspaso del tipo de cambio a precios en los últimos años, un peso débil durante un periodo prolongado, puede tener un impacto sobre la inflación. Otros riesgos incluirían

⁸ Véase Banco de México (2014), *Informe Trimestral, Julio-Septiembre 2014, Resumen*, Noviembre.

nuevos aumentos sustanciales en los precios del componente no subyacente y potenciales presiones de demanda agregada.⁹

Conclusiones

Tres factores externos serán clave en el desempeño económico de corto plazo de México. El primero es la sostenibilidad de la fortaleza económica de Estados Unidos. El segundo es la incertidumbre en torno al momento y el ritmo de la normalización de la política monetaria en ese país. El tercero, el hecho de que los precios del petróleo podrían permanecer en un nivel bajo por algún tiempo, e incluso caer aún más, antes de que su tendencia se revierta.

En el ámbito interno, también hay tres aspectos fundamentales. El crecimiento económico de México ha sido decepcionante, si bien se espera que aumente a más de 3 por ciento en los próximos dos años. Persisten riesgos a la baja, incluyendo la posibilidad de una recuperación frágil del gasto interno.

Es probable que los mercados financieros continúen enfrentando volatilidad. La relativa resistencia mostrada recientemente no es garantía de que el país sea inmune a choques futuros, por lo que es esencial mantener, como hasta ahora, la vigilancia. En materia de política monetaria, se espera que la inflación se acerque al objetivo de 3 por ciento del Banco de México a lo largo de este año. De cara al

⁹ Para un análisis de la estimación del efecto del ajuste en el tipo de cambio sobre la inflación, véase Banco de México (2012), *Informe Trimestral, Julio-Septiembre 2012*, Noviembre, Recuadro 1.

futuro, los riesgos para la inflación deben ser monitoreados cuidadosamente para que cumplimiento del objetivo sea sostenible.

Finalmente, a partir de fundamentos macroeconómicos sólidos, se mantienen bases para generar nuevas oportunidades de negocio. A pesar de las potenciales condiciones externas adversas en este año, México podría llegar a distinguirse como un destino económico propicio y atractivo entre los mercados emergentes.