

**La economía mexicana en tiempos difíciles\***

Palabras de

Manuel Sánchez González

Miembro de la Junta de Gobierno del Banco de México

en la

7ª Conferencia Anual de Directores Generales de JP Morgan México

México D.F., México

Julio 31, 2012

\* Versión traducida al español del original en inglés, elaborada por la Dirección de Comunicación del Banco de México.

Gracias por invitarme a dirigirles unas palabras el día de hoy. Es un placer participar en la Conferencia Anual de Directores Generales de México organizada por JP Morgan y compartir con ustedes mis reflexiones sobre las perspectivas y desafíos que enfrenta la economía mexicana.

Como ustedes están enterados, la economía mundial atraviesa tiempos difíciles caracterizados por perspectivas de bajo crecimiento y problemas financieros y fiscales en muchas naciones desarrolladas. Por ello, quisiera centrar mis comentarios de hoy en cómo este escenario externo está limitando a la economía mexicana y en las tareas pendientes a nivel interno. Mi mensaje principal engloba dos aspectos. Uno, que aunque la recuperación económica actual de México posterior a la crisis financiera global de 2008 parece estar sólida, su prolongación y posible fortalecimiento dependen significativamente de las condiciones económicas internacionales. Segundo, para poder aumentar su potencial de crecimiento, México debe afrontar sus desafíos internos, incluyendo los relacionados con la estabilidad de precios. Como siempre, mis comentarios son exclusivamente mi responsabilidad y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco de México o de su Junta de Gobierno.

### **Desarrollo económico y perspectivas**

En 2012 México ha continuado el proceso de recuperación económica iniciado a mediados de 2009. Durante el primer trimestre del año, el PIB aumentó a una tasa de 4.6 por ciento respecto del año anterior, cifra que sobrepasa el crecimiento observado tanto en el primero como en el último trimestre de 2011. Todos los componentes principales de la demanda aumentaron significativamente, sobre todo las exportaciones de bienes y servicios y la inversión interna.

La información disponible sugiere que esta tendencia positiva continuó durante el segundo trimestre. En particular, en abril y mayo la variación anual del Indicador Global de Actividad Económica (IGAE) -una aproximación del PIB mensual- fue de 4.4 por ciento en promedio, con sus dos componentes principales, los sectores industrial y de servicios, mostrando un gran dinamismo. La contracción mensual de la producción industrial en mayo se debió principalmente a la desaceleración que registró la producción de equipo de transporte, como resultado de cierres temporales de algunas

plantas automotrices para reequipar sus líneas de producción. De hecho, en junio, la producción automotriz se recuperó. Por su parte, el sector de servicios continuó creciendo a tasa anual.

Por el lado de la demanda, durante el segundo trimestre las exportaciones manufactureras de productos automotrices y no automotrices tanto a los Estados Unidos como al resto del mundo continuaron siendo un factor fundamental de crecimiento. Aunque las cifras preliminares para junio sugieren una desaceleración de las exportaciones manufactureras, aún es muy pronto para confirmar un cambio en la tendencia positiva.

Además, el consumo interno se mantuvo fuerte, tal como lo reflejan las cifras de ventas al menudeo durante los primeros cinco meses del año. Las ventas de las tiendas de autoservicio y departamentales sugieren que dicha expansión probablemente continuó en junio. El fuerte dinamismo del consumo ha estado respaldado por una alta tasa de creación de empleos, medida a través del número ascendente de personas afiliadas al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) en todos los sectores, así como por el aumento significativo del crédito bancario al consumo.

Las cifras de abril revelan un alto dinamismo de la inversión fija bruta. La expansión del gasto de capital es congruente con la perspectiva favorable de los directivos empresariales, reflejada en los indicadores PMI de los sectores manufacturero y no manufacturero.

La sostenida recuperación económica ha sido posible gracias a los fundamentos macroeconómicos del país, que incluyen un déficit fiscal bajo y una deuda pública relativamente estable con un vencimiento promedio de largo plazo, una inflación moderada en los últimos años, y un sistema bancario líquido, bien capitalizado, con elevadas reservas, y con un saludable portafolio de crédito. Adicionalmente, las importaciones de los Estados Unidos -el principal socio comercial de México- continúan impulsando considerablemente a la economía mexicana.

La dinámica del crecimiento económico actual, las bases macroeconómicas y las expectativas de que la economía mundial continuará expandiéndose, si bien a un ritmo

moderado, respaldan la estimación del consenso de los analistas de que la economía mexicana probablemente crecerá entre 3.5 y 4.0 por ciento en 2012 y 2013.<sup>1</sup>

### **Amenazas a la recuperación económica y a la estabilidad financiera**

Las perspectivas para México dependen en gran medida de las condiciones globales. Por mucho, el factor externo más importante es el dinamismo de la actividad económica en los Estados Unidos y, particularmente, de la producción industrial en ese país. Como ustedes saben, la economía mexicana se encuentra íntimamente vinculada con la de su vecino del norte a través de una estrecha integración industrial, de comercio y de inversión. Dicha interconexión se ilustra por el hecho de que la correlación entre la producción industrial entre ambos países es cercana a 0.9 y que aproximadamente 80 por ciento de las exportaciones manufactureras mexicanas se destinan a los Estados Unidos.

Después de haber registrado un crecimiento económico moderado durante el primer trimestre de este año, en fechas recientes la economía estadounidense ha dado muestras de desaceleración. Ha sido desalentadora la información sobre la producción manufacturera, el empleo y las ventas al menudeo, así como la de las primeras estimaciones del PIB para el segundo trimestre. La actividad económica de los Estados Unidos ha disminuido a pesar de la actual recuperación del crédito bancario al sector privado y la aparente mejoría del mercado inmobiliario en ese país.

Estas cifras son desfavorables en especial porque desde 2008 la economía estadounidense ha venido creciendo por debajo de su tendencia histórica. Las causas de fondo de este desempeño son materia de debate, pero posiblemente incluyen el tiempo que toma a cualquier economía recuperarse de una profunda crisis financiera, las consecuencias no deseadas de un ambiente de mayor regulación posterior a la crisis y la incertidumbre sobre las medidas para evitar el “abismo fiscal” que ocurriría en 2013 bajo la legislación actual y para lograr la sostenibilidad de la deuda pública de los Estados Unidos a largo plazo. En cualquier caso, a menos que se superen los obstáculos

---

<sup>1</sup> Por ejemplo, Blue Chip estimó un crecimiento de 3.7 por ciento para la economía mexicana para 2012 y 2013. Ver Blue Chip Economic Indicators, vol. 37, no.7, 10 de julio de 2012.

subyacentes al crecimiento económico, la economía estadounidense probablemente continuará expandiéndose a tasas insatisfactorias.<sup>2</sup>

Ante este panorama, los pronósticos del consenso de los analistas para Estados Unidos se han ajustado a la baja, lo que de continuar así, probablemente afectará la producción industrial esperada en ese país, con el consecuente impacto adverso sobre las perspectivas del sector manufacturero mexicano.

El segundo factor externo más importante para México es la posible evolución de la Eurozona. La Unión Monetaria Europea continúa enfrentando desafíos considerables que tienen su origen en la retroalimentación entre las fragilidades bancarias y las debilidades fiscales. Tales problemas son, a su vez, consecuencia de un largo periodo de endeudamiento creciente de los sectores público y privado, especialmente en los países periféricos. El número de economías en dificultades ha aumentado desde el surgimiento de la crisis financiera global, a través de un proceso de contagio que ha llegado incluso a amenazar los pilares de la Unión Monetaria.

Al respecto, se han tomado acciones importantes para lograr la estabilidad financiera y fiscal en la Eurozona, incluyendo programas de apoyo para la reestructuración de deuda soberana y la recapitalización de bancos, facilidades de liquidez para las instituciones financieras por parte del Banco Central Europeo, y el diseño de planes preliminares con miras a una unión bancaria y fiscal. Aunque los avances han sido significativos, los retos prevalecientes son notables, incluyendo la insuficiencia de las medidas anunciadas, las dificultades para instrumentarlas y la tensión a corto plazo entre los programas de consolidación fiscal y el crecimiento económico.

Como consecuencia, continúa la incertidumbre en la Eurozona, la cual en los últimos dos años ha contribuido considerablemente a la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Obviamente, esta inestabilidad ha afectado los precios de los activos financieros mexicanos y, particularmente, el tipo de cambio del peso mexicano frente al dólar. El mercado del peso mexicano es altamente líquido y el régimen cambiario de

---

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, Reinhart, C.M. y K. Rogoff (2011). *This Time is Different: Eight Centuries of Financially Folly*, Princeton University Press; y Lucas, R.E. (2011) "The U.S. Recession of 2007-2010?" *Milliman Lecture*, University of Washington, May 19.

libre flotación -vigente desde 1995- ha operado como un “amortiguador de choques” para la economía.

La complejidad de los problemas de la Eurozona apunta a que probablemente pasará un tiempo antes de que se instrumenten soluciones definitivas a los problemas. De ahí que sea razonable esperar que la Eurozona continúe propiciando episodios recurrentes de mayor aversión al riesgo, con las consecuentes repercusiones financieras globales.

Por otra parte, la Eurozona continuará siendo un lastre para la recuperación económica global. En vista de que la posibilidad de que ocurra un evento catastrófico en dicha región no ha disminuido suficientemente, no puede descartarse un deterioro adicional de las perspectivas económicas globales, lo que limitaría aún más la capacidad de recuperación de la economía mexicana.

Son oportunos aquí dos comentarios sobre las implicaciones del escenario externo para México. Primero, es posible que la amplia volatilidad mostrada en meses recientes por el peso mexicano respecto de otras monedas de mercados emergentes sea, en parte, reflejo del temor a un posible contagio de los problemas europeos a través de los canales bancarios, dada la significativa participación de los dos bancos españoles más grandes en el sistema financiero mexicano.

Aunque la cautela es siempre una estrategia aconsejable para la política económica, la regulación sólida y el desempeño positivo de las filiales de los bancos extranjeros atenúan tales preocupaciones. Hay que recordar que los bancos extranjeros sólo pueden operar en México en la forma de subsidiarias y, por ende, deben cumplir con los mismos requerimientos regulatorios que los bancos nacionales, incluyendo el límite a los créditos relacionados y los estándares de capitalización. Adicionalmente, en contraste con el proceso de desapalancamiento mostrado por muchas instituciones financieras en las economías avanzadas y dada la sub-bancarización de la economía mexicana, tanto los bancos extranjeros como los nacionales han continuado expandiendo su infraestructura y el crédito al sector privado en México.

Segundo, la política monetaria cada vez más expansiva adoptada por la Reserva Federal de los Estados Unidos y otros bancos centrales en naciones desarrolladas a partir de la

crisis financiera global podría estar contribuyendo a la búsqueda de rendimientos, impulsando flujos significativos de capital hacia las economías emergentes. En particular, se han canalizado montos externos significativos a los bonos denominados en pesos del Gobierno mexicano, lo que ha permitido que la curva de rendimientos internos se desplace a la baja, a la par de la de los Estados Unidos. Como resultado, las tasas de interés internas han descendido a niveles mínimos históricos.

Es obvio que muchos bancos centrales de economías avanzadas están navegando en aguas desconocidas. La evidencia sobre la efectividad de la política monetaria como herramienta para estimular la actividad económica es ambigua.<sup>3</sup> A su vez, la postura monetaria extraordinariamente laxa podría tener consecuencias no deseadas, incluyendo menores incentivos para corregir los obstáculos subyacentes al crecimiento y financiar únicamente inversiones eficientes.

Aun así, las expectativas de crecimiento en las economías avanzadas se han vuelto muy dependientes de los anuncios sucesivos de una mayor relajación monetaria. Por lo tanto, dado el ritmo anémico de la recuperación económica es probable que continúen aumentando las medidas expansivas en dichos países. La implicación para México es que los flujos de capital podrían seguir ingresando al país por algún tiempo.

Sin embargo, como la historia nos lo ha enseñado una y otra vez, cualquier bonanza llega tarde o temprano a su fin. Esta lección debería mantenernos prudentes y alertas ante posibles acumulaciones de riesgo excesivo en el sistema financiero mexicano.

### **Inflación y política monetaria**

Después de haber disminuido en los dos años previos, la inflación anual ha aumentado desde mediados de 2011. En junio pasado ésta sobrepasó el límite superior del intervalo de variabilidad previsto por el Banco de México en torno a su objetivo de 3 por ciento, alcanzando 4.3 por ciento. Aunque el dato más reciente se vio afectado de manera

---

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, Feldstein, M. (2012) “The Impotence of the Federal Reserve”, *Project Syndicate*, June; Taylor, J.B. y Stroebel, J. (2012) “Estimated Impact of the Federal Reserve’s Mortgage-Backed Securities Purchase Program,” *International Journal of Central Banking* 8(2): 1-42.

notable por un alza en los precios agrícolas, la evolución ascendente mencionada ha estado respaldada por un aumento gradual en la inflación subyacente. De hecho, en promedio, durante el segundo trimestre, la inflación subyacente anual aumentó mientras que la no subyacente se redujo.

El factor más importante que ha presionado al alza el subíndice de precios subyacente parece ser la depreciación del peso mexicano frente al dólar. Aunque actualmente no existe evidencia de presiones de demanda, los indicadores disponibles como el uso de la capacidad manufacturera y la brecha del producto, especialmente aquella medida para bienes no comerciables cuyas aumentos de precios pudieran reflejar mejor las condiciones monetarias internas, sugieren que la holgura podría haber ya desaparecido.

El panorama de la inflación se ha deteriorado en algún grado como lo reflejan varios factores. La volatilidad adicional en los mercados financieros internacionales podría generar presiones sobre el tipo de cambio, con un probable impacto negativo en la inflación. De igual manera, es posible que en los próximos meses algunos precios agrícolas clave se vean presionados al alza por las condiciones climáticas y la pandemia aviar.

Un factor adicional ha sido la revisión al alza en las expectativas de inflación de corto plazo, tal como lo reflejan las encuestas de los analistas. Además, las expectativas de inflación para todos los horizontes permanecen por arriba de la meta de 3 por ciento. Esto es importante ya que estas expectativas nunca han estado ancladas al objetivo, lo que complica la convergencia.

Por ello, la política monetaria debe permanecer vigilante y prevenir que las perturbaciones de oferta y de tipo de cambio, así como otros factores, contaminen el comportamiento de otros precios y propicien que las expectativas se desvíen de la meta permanente de inflación. La convergencia hacia la estabilidad de precios es una condición necesaria para la estabilidad financiera y el crecimiento económico a largo plazo.

## **Comentarios finales**

En conclusión, para aumentar el crecimiento económico sostenido México necesita consolidar las bases de la estabilidad financiera. Además de la convergencia a la estabilidad de precios, la agenda básica incluiría el fortalecimiento de las finanzas públicas, sobre todo considerando la significativa dependencia de los ingresos provenientes del petróleo y el hecho de que los inusualmente altos precios del crudo pudieran no continuar en el futuro. La agenda también abarcaría la profundización de la regulación macro-prudencial y el fortalecimiento de la supervisión del sistema financiero mexicano.

Finalmente, es conveniente considerar una amplia gama de posibles reformas estructurales, como la reducción de obstáculos a la inversión y una mayor desregulación de la economía, con el fin de impulsar la productividad de los factores y de esta manera propiciar mayores niveles de bienestar.