

**México en el extraño entorno internacional**

Palabras de

Manuel Sánchez González

Subgobernador del Banco de México

en la

Facultad de Economía

Universidad Autónoma de Nuevo León

Monterrey, N.L.

26 de febrero de 2016

Deseo agradecer a la Facultad de Economía de la Universidad Autónoma de Nuevo León la amable invitación para compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la situación y perspectivas de la economía mexicana en el contexto internacional. Para mí es muy grato regresar a esta institución en la que tuve el privilegio de participar como maestro en los años ochenta, interactuando con extraordinarios colegas y con alumnos que han destacado por su desempeño profesional. De la etapa que pasé en estas aulas atesoro magníficas experiencias académicas, así como amistades y afectos perdurables.

En esta ocasión, me gustaría dividir mis comentarios en tres partes. En primer lugar, analizaré las implicaciones de las políticas monetarias inusualmente expansivas de las economías avanzadas durante los últimos ocho años. Argumentaré que la creciente volatilidad financiera internacional e, incluso, el pesimismo sobre las perspectivas de crecimiento económico mundial podrían ser, en alguna medida, resultado no deseado de estas posturas.

En segundo lugar, comentaré sobre algunos desafíos que enfrenta México en el entorno internacional, resaltando la necesidad de fortalecer sus fundamentos económicos. En tercer lugar, examinaré varios factores que podrían determinar las perspectivas económicas de nuestro país.

Como siempre, mis comentarios son de carácter personal y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco de México o de su Junta de Gobierno.

## **Las políticas monetarias de las economías avanzadas**

A partir de la erupción de la crisis global de 2008, las economías avanzadas han aplicado posturas monetarias de creciente laxitud, sin precedente en ninguna otra época. En particular, los bancos centrales redujeron sus tasas de interés de política monetaria a niveles cercanos a cero, e incluso algunos de ellos las han continuado disminuyendo en terreno negativo.

Además, estas autoridades han expandido considerablemente sus balances, adquiriendo valores gubernamentales y títulos privados, como activos respaldados por hipotecas, cuya demanda se desplomó en la implosión financiera, con el fin de impulsar su precio.

Las medidas llevadas a cabo al inicio de la crisis buscaron satisfacer la súbita demanda de liquidez por parte del público. Los institutos centrales actuaron adecuadamente, en su papel de prestamistas de última instancia, atenuando el pánico y propiciando el retorno al funcionamiento normal de sus sistemas y mercados financieros.

En contraste con la efectividad de estas medidas, los resultados del creciente relajamiento monetario en los años posteriores han sido menos claros. Los objetivos manifiestos de los bancos centrales han incluido el mayor crecimiento económico y sus metas de inflación. En ambos casos, el avance ha sido limitado.

Por una parte, la recuperación económica en curso ha sido la más lenta de todas las fases cíclicas alcistas de la posguerra. Si bien existen indicios de un efecto favorable sobre la actividad económica, el extraordinario grado y la prolongada duración del relajamiento monetario contrastan con la debilidad de la reanimación económica registrada.<sup>1</sup>

Debe reconocerse que la crisis financiera global ha sido la más grave desde la Gran Depresión. Por lo tanto, el fortalecimiento de los balances de las familias y las empresas, así como la recapitalización de las instituciones financieras, necesariamente han requerido más tiempo que en otras crisis.

Sin embargo, incluso en países como Estados Unidos donde el saneamiento financiero ha avanzado considerablemente, prevalece la percepción de que la mejoría económica podría interrumpirse con la normalización monetaria, aun si ésta es gradual. La dependencia de las expectativas de crecimiento respecto al relajamiento monetario es aún más significativa en otras regiones, donde se esperan ampliaciones adicionales de liquidez.

Esta vinculación ha propiciado un ambiente financiero anómalo. Con frecuencia, al presagiar más acomodo monetario, cifras económicas desfavorables han inducido

---

<sup>1</sup> Para la comparación con ciclos anteriores, véase Sánchez, M. (2016). "Economía mexicana: Cinco tópicos de actualidad", presentación en el Colegio de Economistas de Nuevo León, febrero.

alzas en los precios de los activos, mientras que datos positivos han tendido a deprimirlos si se prevé menos laxitud.

La creciente relajación monetaria parece reflejar expectativas elevadas sobre la capacidad de la política monetaria de generar crecimiento. Ello a pesar de que una de las conclusiones más compartidas por los economistas es la de la neutralidad de largo plazo de la política monetaria, es decir, el reconocimiento de que la expansión sostenida de cualquier economía depende solo de factores reales, como los insumos de producción y de su productividad.

El protagonismo monetario podría estar generando dudas sobre los motores reales de la recuperación en marcha, al tiempo que podría haber propiciado la posposición de ajustes de desbalances y de cambios estructurales en algunas regiones.

Por otra parte, los bancos centrales de los países desarrollados han tenido dificultades para alcanzar sus objetivos de inflación, definidos comúnmente como dos por ciento anual. El aumento de los precios durante los años recientes ha descendido por debajo de esta meta y, en algunos casos, ha resurgido incluso el temor de la deflación.

La observación anterior debe ponderarse adecuadamente. Las inflaciones en las economías avanzadas se han mantenido moderadamente bajas, influidas en gran medida por la caída en los precios de las materias primas, en especial de los

energéticos. Tarde o temprano estos precios dejarán de descender por lo que su impacto sobre la inflación desaparecerá.

Adicionalmente, no existe evidencia clara de una asociación negativa entre deflación y crecimiento económico. De ahí que la deflación, por sí misma, no debería ser motivo de preocupación.<sup>2</sup>

No obstante, llama la atención la aparente incapacidad del extraordinario acomodamiento monetario para generar más inflación. En particular, incluso las mediciones de inflación subyacente, que excluyen las variaciones de precios de alimentos y energía, han registrado cierto descenso llegando en algunos casos a terreno negativo.

Además, las expectativas de inflación, reflejadas en instrumentos de mercado y también recientemente en los pronósticos de los analistas, han ido a la baja en Estados Unidos y en otras naciones. Entre las posibles explicaciones sobre la reducida inflación y sus expectativas, me gustaría destacar dos que podrían ser complementarias.

Una se refiere a la escasa efectividad actual de algunos mecanismos de transmisión monetaria. Por ejemplo, el aumento de la liquidez y las mínimas tasas de interés no han propiciado una notable demanda por crédito. Ello podría deberse al proceso de

---

<sup>2</sup> Borio, C. et al. (2015). "The costs of deflations: a historical perspective," *BIS Quarterly Review*, marzo.

desendeudamiento posterior a la crisis que aún no concluye, así como a la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica.

La otra apunta a que las expectativas de baja inflación podrían ser resultado de un mal equilibrio propiciado por la política monetaria extraordinariamente expansiva. Teniendo en cuenta que las tasas de interés reales tienden a reflejar las condiciones de la economía, la persistencia de tasas de política monetaria cercanas a cero o negativas podría estar generando expectativas de inflación disminuidas. Se concluye que la normalización de la política monetaria podría aumentar las expectativas de inflación.<sup>3</sup>

En suma, los resultados contrastan con las expectativas elevadas sobre la capacidad de la política monetaria para resolver problemas más allá de su ámbito. Ello puede generar escepticismo y pérdida de credibilidad de la misma.

### **Desafíos de México ante el entorno internacional**

Desde mediados de 2014, los mercados financieros internacionales han registrado un aumento de la aversión al riesgo, que se ha manifestado en una elevada volatilidad, así como en continuos descensos en los precios de las materias primas y de numerosos activos financieros. Las economías emergentes han sido

---

<sup>3</sup> El enfoque se conoce como Neo-Fisheriano, por basarse en la condición de arbitraje inicialmente propuesta por Irving Fisher. Véase, por ejemplo, Garcia-Schmidt, M. y M. Woodford (2015). "Are low interest rates deflationary? A paradox of perfect-foresight analysis," *Institute for New Economic Thinking, Working Paper No. 18*.

particularmente afectadas, como lo refleja la tendencia de depreciación generalizada de sus monedas frente al dólar. Simultáneamente, se ha observado una salida neta de capitales de cartera de esos países.

Dos factores contribuyen a explicar este desempeño. Por una parte, aproximadamente en la época referida, aumentó la percepción de que se acercaba el inicio del proceso de normalización monetaria de Estados Unidos. El contraste con planes de expansión adicional de liquidez en otras economías avanzadas contribuyó a acrecentar la preferencia de los capitales por activos denominados en dólares, fortaleciendo a esta moneda.

La decisión del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos de finalmente incrementar 25 puntos base el objetivo de la tasa de referencia en diciembre pasado fue ampliamente anticipada, por lo que su impacto en los activos fue prácticamente imperceptible. No obstante, durante el presente año, las cifras económicas de ese país han sido menos favorables que las esperadas, lo que ha incrementado una vez más la incertidumbre sobre el ritmo futuro de la normalización monetaria.

Por otra parte, se acentuó la preocupación sobre una posible desaceleración brusca de la economía de China, ante la insostenibilidad de sus políticas expansivas, así como sobre la interpretación de las cada vez más frecuentes intervenciones gubernamentales en los mercados financieros. Si bien parecen responder principalmente a las cuantiosas salidas de capital y a la reducción de las reservas

internacionales, las devaluaciones del renminbi han exacerbado además los temores sobre la debilidad económica de ese país.

En México, las tasas de interés de mercado han permanecido relativamente estables, tras haber incorporado desde 2013 la expectativa de la normalización monetaria de Estados Unidos. Adicionalmente, desde ese año la tenencia de valores gubernamentales denominados en pesos por parte de no residentes, respecto al total en circulación, se ha mantenido aproximadamente constante, lo que contrasta con el declive observado en otros países.

Como en otras latitudes, el impacto de la mayor aversión al riesgo sobre México se ha absorbido primordialmente mediante el tipo de cambio. Durante los dos años recientes, la depreciación del peso fue semejante a la observada en promedio por las economías emergentes.

No obstante, desde diciembre pasado, el peso ha tendido a registrar presiones superiores a la mayoría de esas divisas. Además de continuar reflejando la amplia utilización del peso como vehículo de cobertura contra otras monedas de mercados emergentes, no puede excluirse que el debilitamiento responda también a factores específicos del país. Un posible elemento podría ser la situación fiscal.

En particular, el peso ha mostrado una elevada correlación con los precios del petróleo. Esta relación podría estar reflejando el efecto adverso sobre las

condiciones financieras de Pemex. Además, es posible que incorpore, en algún grado, la todavía alta dependencia de los ingresos fiscales respecto al petróleo lo que, en ausencia de un ajuste fiscal, podría comprometer las finanzas públicas en el futuro. La elevación en meses recientes de los indicadores de riesgo soberano, y en particular de Pemex, confirma esta asociación.

No puede descartarse que el entorno internacional continúe deteriorándose en los próximos meses, con caídas adicionales en los precios de las materias primas y los activos financieros. Entre los factores que podrían propiciar este empeoramiento se encuentran posibles complicaciones en el ritmo de normalización de la política monetaria de Estados Unidos, una desaceleración económica más significativa en China, y el surgimiento de una crisis financiera en ese país.

Ante este escenario adverso, Mexico debe continuar fortaleciendo sus fundamentos económicos, por lo menos, en tres vertientes. La primera se refiere a la postura macroeconómica, con la adecuación de las finanzas públicas y de Pemex a los menores ingresos, tomando en cuenta que los precios del petróleo probablemente se mantendrán bajos por un periodo considerable; así como con las acciones de política monetaria para preservar la estabilidad de precios.

La segunda vertiente es el mantenimiento de la solidez del sistema financiero, y la tercera es la aplicación adecuada de las reformas estructurales que aumenten el crecimiento potencial de nuestra economía.

## **Perspectivas económicas de México**

A partir de 2013, la economía mexicana ha registrado una recuperación lenta, impulsada, al principio, por el repunte de la producción industrial, en sincronía con el mayor vigor de ese sector en Estados Unidos. La mejoría manufacturera y de la construcción propició un cambio positivo en la tendencia de crecimiento.

Desafortunadamente, desde mediados de 2014, se ha estancado el dinamismo del PIB, combinando una desaceleración industrial y un liderazgo ascendente del sector servicios. La debilidad manufacturera reciente está asociada con el aflojamiento industrial de Estados Unidos, afectado, entre otros factores, por el redimensionamiento del sector energético.

En igual lapso, las exportaciones manufactureras y la inversión de México han perdido empuje. El principal motor de la demanda ha sido el consumo privado, favorecido por el aumento del empleo y la incipiente mejoría de los salarios reales.

Las recientes tendencias preocupan por tres razones. Primero, dada la elevada correlación entre las producciones industriales de Estados Unidos y México, la acentuada debilidad de ese sector en aquel país puede impactar severamente al nuestro.

Segundo, de continuar el decaimiento de las exportaciones, es difícil prever una recuperación notable de la inversión privada; y, tercero, los datos históricos

sugieren que los servicios y el consumo podrían deteriorarse si el restablecimiento industrial se demora.

El pesimismo global se ha reflejado en una recuperación prevista para la economía mundial y de Estados Unidos más débil que la calculada hace algunos meses. Consecuentemente, se han revisado a la baja las expectativas de reanimación de la actividad económica de México para 2016 y 2017.<sup>4</sup>

El diagnóstico anterior sugiere que el principal riesgo a la baja para el dinamismo de México es la trayectoria industrial de Estados Unidos. Adicionalmente, una mayor caída de los precios del petróleo podría restringir más las condiciones financieras del país, limitando los proyectos de inversión.

Finalmente, desde 2015 la inflación en México ha sido benigna, reduciéndose por abajo del objetivo del Banco de México, hasta alcanzar su nivel mínimo histórico a finales de año. Esta evolución ha estado influida por una menor variación en algunos precios relativos, así como por un bajo traspaso del tipo de cambio a los precios. Durante el presente año, la reversión de algunos choques positivos ha causado un repunte moderado de la inflación.

---

<sup>4</sup> Por ejemplo, de enero de 2015 a enero de 2016, la media de las expectativas de crecimiento para México, reflejada en la encuesta entre analistas conducida por el Banco de México, cambió de 3.8 a 2.7 por ciento para 2016, y de 4.0 a 3.2 por ciento para 2017. Véase Banco de México, *Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado*.

Las expectativas de corto y mediano plazo apuntan a una inflación igual o ligeramente por arriba del objetivo del Banco de México. Cabe destacar la estabilidad de estas proyecciones, a pesar de la significativa depreciación del peso.

Con el fin de enfrentar el entorno externo, el Banco de México ajustó en diciembre y febrero pasados el objetivo de la tasa de interés de referencia por un total de 75 puntos base. Las consideraciones para estas decisiones incluyeron la preservación de la postura monetaria relativa respecto a Estados Unidos; el combate contra la posible contaminación de la depreciación cambiaria a las expectativas de inflación; y la contribución al fortalecimiento de los fundamentos económicos, al acompañar, en la segunda decisión, el anuncio del ajuste preventivo del gasto público.

En cualquier caso, la política monetaria deberá seguir actuando con toda oportunidad y flexibilidad para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo del Banco de México. Entre los riesgos que deberán seguir vigilándose, sobresalen los siguientes. Primero, el evento de una depreciación más profunda del peso frente al dólar se ha materializado, por lo que podría haber aumentado el peligro de efectos de segunda vuelta y de desalineación de las expectativas de inflación.

Segundo, el crecimiento de los precios agropecuarios podría repuntar, dentro del patrón histórico, cuya media es muy superior a las recientes observaciones, lo que podría tener efectos en el proceso general de formación de precios; y tercero, a medida que se recupere la economía, podrían surgir presiones de demanda

agregada, considerando la incertidumbre sobre los indicadores de holgura de la economía, tales como la brecha del producto.

## **Conclusiones**

La expansión inusitada de la política monetaria en las economías avanzadas ha llevado al mundo a un territorio cuyas posibles implicaciones no se conocen con certeza. Hasta ahora, las expectativas elevadas sobre los posibles beneficios han contrastado con los resultados. La insistencia en un mayor estímulo podría conducir a consecuencias no deseadas en términos de inestabilidad financiera y, tarde o temprano, al desencanto sobre la política monetaria.

El entorno internacional adverso requiere que México busque diferenciarse de otros mercados emergentes, fortaleciendo sus fundamentos económicos. Al respecto, es alentador el compromiso del Gobierno Federal de realizar un ajuste preventivo en el gasto para adecuarse a las perspectivas de menores ingresos petroleros.

La recuperación económica enfrenta riesgos a la baja provenientes principalmente del exterior. La implementación adecuada de las reformas estructurales puede impulsar el crecimiento potencial de la economía. Finalmente, el buen desempeño de la inflación representa una oportunidad única para consolidar la convergencia a la estabilidad de precios.