

78 CONVENCION BANCARIA

LA BANCA PREPARADA ANTE UNA GRAN OPORTUNIDAD DE DESARROLLO

Versión estenográfica

Acapulco, Gro., 20 de Marzo de 2015

DIÁLOGO

DR. ALEJANDRO WERNER,
Director del Departamento del Hemisferio Occidental
Fondo Monetario Internacional

- **C. ROBERTO MENA:** Parece que está funcionando bastante bien el sistema de SMS, de manera que si gustan apuntar el número para que puedan ustedes formular sus preguntas a nuestros participantes, a nuestros conferenciantes, el número para el SMS es 55-23-65-75-91.

Y desde luego las señoritas edecanes de cualquier forma van a repartir las papeletas tradicionales para que ustedes formulen sus preguntas por escrito, si así lo desean.

Ahora vamos a ir con un diálogo con el Director del Departamento del Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional, nuestro estimadísimo y muy conocido Alejandro Werner, a quien damos una cordialísima bienvenida.

Van a estar con el doctor Werner nuestros vicepresidentes, el ingeniero Ernesto Torres Cantú y el doctor Carlos Serrano, quienes les acompañarán en la moderación. A todos ellos una cordialísima bienvenida.

- **ING. ERNESTO TORRES CANTÚ:** Muy bien. Bienvenido, Alejandro. Por el aplauso que recibiste, es obvio que ya no te voy a presentar, todo mundo te conoce. Si te parece, pasamos directo al diálogo y a las pláticas contigo y con Carlos.

El escenario mundial va a estar, ya ha estado dominado los últimos años y así parece que va a continuar, por todos estos ejercicios de QE, digamos, de los diferentes países. Y, por un lado, tienes a Europa empezando, Japón manteniéndose con resultados un poco cuestionables, y Estados Unidos que ya salió y va exactamente en el otro lado.

¿Qué escenarios ves hacia adelante en esta situación mundial y qué riesgos podemos prever?

- **DR. ALEJANDRO WERNER:** en primer lugar, muchas gracias por la invitación a la ABM y por la introducción.

Y tal vez valga la pena, para comenzar, tomando como excusa la pregunta y la sincronía en términos del momento en por el cual están pasando los diferentes bancos centrales de las economías avanzadas, tal vez presentar cuál es nuestro escenario que tenemos para la economía mundial, y luego ir bajándonos a los mercados emergentes y un poco a Latinoamérica.

En términos de la economía mundial, en el Fondo Monetario estamos anticipando un 2015 que sea muy parecido al 2014 en términos de crecimiento. El crecimiento en el 2014 fue de alrededor de 3.3 por ciento en la economía mundial, y estamos esperando un año muy parecido.

Hacia adentro de ese crecimiento bajo, comparado con los crecimientos que tenía la economía mundial antes de la crisis financiera global, estamos viendo que las economías avanzadas están acelerando un poco su crecimiento, y las economías emergentes y el desarrollo se están desacelerando.

En las economías avanzadas vemos, primero, a Estados Unidos, con una aceleración del crecimiento importante, de una tasa de alrededor de 2 y medio por ciento; a una tasa esperada para el 2015 superior al 3 por ciento. Y vemos aceleraciones de menor magnitud, obviamente

en Europa y en Japón, pero vemos aceleración del crecimiento en estas dos grandes regiones del mundo avanzado.

En tercer lugar, vemos una desaceleración importante en el mundo emergente, continua la desaceleración de China de tasas de alrededor del 7.5 a tasas esperadas inferiores al 7; y más importante que eso para el mundo emergente es que el componente de la inversión se está desacelerando mucho más rápido que eso, y este ha sido el componente que ha mantenido un dinamismo en el ámbito de los commodities, y de ahí que se anticipa que este entorno de estabilidad y caída en el precio de las materias primas permanezca en los próximos años.

Dentro de los mercados emergentes estamos viendo, por ejemplo, Rusia, una contracción anticipada muy importante en su actividad económica; en Brasil en el Fondo Monetario Internacional anticipábamos en enero un ligero crecimiento de 0.3 por ciento, pero ya con los datos de cierre de 2014 y los datos que se han tenido de los primeros dos meses del año, la mayoría de los analistas anticipan una contracción económica de entre medio punto y un punto porcentual en Brasil, el consenso creo que está en menos 0.7 por ciento de contracción, y obviamente en América Latina destaca, desde el punto de vista negativo, la contracción esperada para la economía de Venezuela, que obviamente es una economía que ya estaba en una situación muy crítica, siendo la economía con la mayor tasa de inflación en el mundo de 70 por ciento, ya se había contraído el año pasado alrededor de 4 por ciento, y el choque petrolero en Venezuela, el petróleo representa casi el 30 por ciento del Producto Interno Bruto, imagínense nada más el choque negativo que esto representa; en el Fondo estamos anticipando una contracción del 7 por ciento.

Como mencionabas, dentro de los temas globales, yo diría los tres temas más importantes son: por un lado, cómo la economía internacional absorberá la caída en el precio del petróleo, desde el punto de vista del análisis macroeconómico, la caída en el precio del petróleo debería ser buena para la economía internacional, un poco la distribución de poder adquisitivo de países productores y de empresas productoras a consumidores debería representar un impacto importante, en los modelos que nosotros tenemos en el Fondo así lo

indican, pero claramente este mecanismo de transmisión se puede ver un poco interrumpido por dos factores:

En primer lugar, porque hay una fracción importante de países en el mundo, en donde la transmisión de caídas en el precio internacional a precios al consumidor está interrumpida o alterada por políticas de precios administrados y precios públicos, etcétera.

En segundo lugar, porque en el corto plazo la volatilidad que la caída en el precio, como lo mencionaba el Subsecretario, esta caída tan rápida y tan profunda podría generar en términos financieros sobre los principales países productores y empresas productoras de crudo, podría generar volatilidad importante en los mercados financieros, y de ahí tener ciertos efectos sobre la inversión, etcétera.

Estamos viendo todos los días un *Global Finance Times* y uno de otra empresa petrolera anunciando que el CAPEX en el año 2015 va a ser 15, 20, 30 por ciento inferior a lo que habían anticipado, pero obviamente creemos que es un efecto positivo, ya lo estamos viendo en Europa, lo estamos viendo en algunas zonas de Latinoamérica, en Centroamérica, en el Caribe, revisiones a la alza en el crecimiento económico por el efecto positivo de la caída en los precios del petróleo, y obviamente la economía China también va a aprovechar la caída en el precio del petróleo para acelerar el ajuste que mencionaba el profesor Haber, de tratar de ir desinflando esa burbuja de inversión y de crédito, y tratar de empujar un poco más el consumo.

El segundo tema importante es el motivo de tu pregunta, ¿realmente cómo afecta la apreciación del dólar a la economía mundial? Nuevamente, en el Fondo Monetario creemos que la apreciación del dólar es positiva para la economía internacional de nuevo al distribuir demanda de los países que están presentando un mejor desempeño económico a aquellos países que están presentando mayor debilidad económica y con cierta imposibilidad de uso de otros instrumentos de política macroeconómica, como podría ser la política fiscal y la política monetaria.

Entonces, en el Fondo creemos que es bueno. Creemos que también es reflejo de la sincronía en la aplicación de políticas monetarias, la FED, ya moviéndose hacia un proceso de normalización y, por otro lado, el Banco Central Europeo. Y esto de nuevo genera un efecto bueno en el mediano plazo, que en el corto plazo puede generar mucha volatilidad e incertidumbre, generar que se pospongan ciertas decisiones económicas, y eso tal vez genera que en algunos trimestres tengamos efectos negativos sobre un panorama que en el mediano plazo debería ser positivo.

El tercer efecto de riesgo en la depreciación de las monedas versus el dólar es el efecto que esto pueda tener sobre todos aquellos corporativos que se endeudaron de manera importante en moneda extranjera en el mundo emergente, y que esto, también junto con la caída en el precio en las materias primas genera una situación de debilidad en el *balance sheet* de los principales corporativos.

En este escenario te diría cuáles son los principales riesgos: por un lado, están los riesgos geopolíticos con los que hemos vivido en el Medio Oriente, ahora en Europa. El riesgo de cómo se resolverá el tema de la zona del Euro con Grecia.

En segundo lugar ahora tenemos de nuevo los temas de riesgos que se derivan de la caída tan rápida en el precio del petróleo.

Y en tercer lugar, claramente el gran riesgo financiero asociado a cómo reaccionaran los mercados a la salida de este periodo tan largo de cero tasas de interés en Estados Unidos y la posibilidad de que haya un *rising*, de que haya un replanteamiento de la estructura de los portafolios internacionales y que eso lleve a una salida sobre activos más riesgosos, mercados emergentes, etcétera, que esto genere movimientos importantes en el precio de estos activos y el gran temor es que esto eventualmente genera algún tipo de corrida sobre los fondos mutuales, sobre todo el sector del *shadow banking* en Estados Unidos y que esto obviamente genere un tipo de burbuja que retroalimente la caída en el precio de los activos en un sector que obviamente no cuenta con un seguro de depósito, porque es un sector no regulado.

Y un sector que en el fondo mantiene una cierta ilusión de liquidez, que funciona bien en tiempos normales, pero como lo vivimos aquí en la crisis del 2009, claramente vimos cómo en algún momento de corrida puedan enfrentar problemas de liquidez importante.

- **DR. CARLOS SERRANO:** Siguiendo este tema de los posibles efectos de la normalización, quiero preguntarte lo siguiente, ahora que estamos ya de cara al inicio de normalización de la FED, me parece que hay dos reflexiones interesantes para los países emergentes.

La primera es que muchos de estos flujos que llegaron los últimos seis años a países emergentes cuando las tasa estaban a niveles cercanos a cero en Estados Unidos, son flujos que en la mayoría de los casos no dejaron inversiones en infraestructura, en otros casos ayer nos decía que Gobernador Carstens que sirvieron para alimentar burbujas.

Entonces, eso ha llevado a algunas voces a decir que quizá al final estos flujos no dejan grandes beneficios en términos de inversión física e infraestructura y lo que dejan son episodios de volatilidad cuando salen.

Entonces, hay quien dice que hay que repensar el tema de los controles de capital. El propio Fondo Monetario ha ido cambiando su postura en los últimos años respecto a esto.

Yo te quería pregunta cuál es tu visión respecto a esto. Y dos, también dejar este proceso.

Hace unos días la Directora Gerente del Fondo anticipaba los amplios episodios de volatilidad en estados emergentes cuando venga el momento del inicio de normalización. Alejandro, si crees que ahí los fundamentales importan y finalmente los mercados acaban diferenciando o si debemos de esperar un episodio generalizado de volatilidad en todos los emergentes, por lo que nos contabas, ¿no? por cómo estos especialistas funcionales van a estar contando posiciones, etcétera, y si vamos a esperar que lo van a hacer de una manera indiscriminada y generalizada.

- **DR. ALEJANDRO WERNER:** Primero, abriendo al tema de cómo los flujos de capitales han sido utilizados y esto que impactos pudieron haber tenido sobre las economías, en los mercados emergentes en América Latina y si el escenario que vimos es un escenario bueno o malo.

Creo que en la pregunta planteabas, digamos, un cierto orden de que tan bondadosos pueden ser diferentes escenarios, y tal vez, yo no sería tan negativo y probablemente el Gobernador del Banco de México no sé si lo sería o no con respecto a la mención que hiciste a su comentario de ayer por lo siguiente.

Tal vez el mejor escenario es un escenario en donde los países pueden utilizar estos flujos de capitales; por un lado, emitiendo papel de muy largo plazo a tasas bajas y utilizar esos flujos para inversión productiva y de generación de flujos que maché, la generación de flujos del pasivo y en ese sentido no tener un descalce importante y utilizarlo para financiar activos de alta rentabilidad de las economías receptores de flujos.

Ese sería el mejor escenario. El peor escenario es un escenario en el cual utilizamos estos flujos, ya sea para inversión o para consumo, para la inversión de baja rentabilidad y de repente cuando viene una súbita reversión de estos flujos, pues claramente tenemos que recortar el gasto para pagar el principal, y en muchos casos, obviamente, no tenemos los activos para hacerle frente a las amortizaciones de los flujos que llegaron.

Y el caso intermedio es el caso en el cual, pues los capitales básicamente entran, la política económica trata de adecuarse para que el gasto interno no se incremente de manera importante dada la abundancia de los flujos, y no obtenemos los grandes beneficios de haber utilizado estos flujos para generar un impacto importante en el crecimiento futuro, pero no tenemos la vulnerabilidad que la reversión de estos flujos podría generar.

Y yo creo que en el caso de los mercados emergentes y de América Latina en esta situación, el escenario está más en el escenario intermedio. Si uno ve en América Latina, probablemente el año 2010 al año 2014 entraron como 80 mil millones de dólares por trimestre. Probablemente, la mitad de esto o el 40 por ciento fue inversión extranjera directa y el resto fue inversión de portafolio y créditos bancarios.

De estos montos solo un tercio se utilizó para financiar una ampliación en el déficit de cuenta corriente. Si nosotros vemos que pasó en América Latina del año 1989-1890 al año 1994 América Latina utilizó 60 por ciento de los flujos de capital para financiar una ampliación en el déficit de cuenta corriente.

Cuando se dio la reversión de los flujos en el año 94 por el aumento en tasa de interés de la FED, pues no teníamos los activos para repagar y para seguir financiando este nivel de actividad.

Hoy por hoy, América Latina ha acumulado en activos externos, tanto reservas internacionales como activos en el exterior por parte del sector privado, alrededor de dos terceras partes de los flujos.

Esto quiere decir que cuando los flujos se reviertan, hay activos en moneda extranjera para hacerle frente a una parte importante de un choque muy negativo, como podrían ser dos terceras partes de estos.

Claramente, algunos de estos activos podrían no ser líquidos, sino podrían ser colocaciones de empresas mexicanas, como podrían ser FEMSA, América Móvil, etcétera, para adquirir compañías en Europa, en América del Sur, etcétera.

Pero claramente los activos ahí están. Y en el caso obviamente del Banco Central ha habido una acumulación muy importante de activos extranjeros por parte de los bancos centrales.

Entonces, creo que en ese sentido la política fue la adecuada. ¿Por qué? Porque tampoco nuestras economías estaban listas para hacer un proceso de inversión en infraestructura y en actividades productivas

que machara el incremento en flujos que teníamos. Lo más probable es que un monto muy grande de ese financiamiento se hubiese utilizado en proyectos de menor rentabilidad, y en ese sentido hubiésemos tenido problemas a la hora de la reversión.

Y, por otro lado, las economías en América Latina muchas de ellas tienen tasas de inflación bajas, sistemas financieros sanos, corporativos relativamente sanos, etcétera.

Ahora, de generarse un episodio de volatilidad, asociado a lo que vimos o similar a lo que se vio después del discurso del Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, en mayo del año 2013, claramente observaríamos volatilidad en los mercados locales, en caso que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos reboten de manera importante.

Y muy probablemente en este caso tenemos un efecto mitigador, que es que el discurso de Ben Bernanke del 2013 realmente fue mucho más sorpresivo de lo que va a ser este movimiento; este es el movimiento más anunciado en la historia de la Banca Central.

De todas maneras los mercados, por más que uno les anuncie las cosas, en muchas ocasiones reaccionan de manera no anticipada; pero claramente esto se ha venido anticipando y hemos visto que los mercados han venido anticipando este movimiento.

Pero, por otro lado, tenemos el efecto negativo que las economías de América Latina están muchas de ellas en peor situación hoy para enfrentar este choque.

En la medida que la desaceleración económica en América latina, digamos, el pasado América Latina creció al 1.2 por ciento y este año va a crecer a una tasa similar, tenemos en el caso de que Brasil presente una contracción económica, tenemos Argentina, Venezuela y Brasil con contracciones económicas, bajo crecimiento en Chile, Perú y probablemente Colombia y en México, digamos, una economía que sí está acelerándose, pero claramente es una situación más compleja que la que se vivió en ese momento para algunas economías..

Pero yo creo que las fortalezas económicas de tener sistemas financieros bien capitalizados, de tener finanzas públicas en general, sanas, estructuras de deudas con poca concentración de amortizaciones, y un componente muy importante de deuda-moneda nacional, probablemente hace que podamos vivir episodios de volatilidad importantes, pero que al final del día esta volatilidad no debería traducirse, en la mayoría de los países, en deterioros de los balances de las empresas, de los Bancos, etcétera, que ya nos lleve a problemas financieros importantes.

Y, obviamente, el nivel de reservas internacionales que vemos en la región es un elemento muy importante para combatir, como se mencionaba ayer y como se mencionaba hoy, episodios de volatilidad, de falta de liquidez y de volatilidad excesiva en los mercados cambiarios y en los mercados de bonos a largo plazo.

- **ING. ERNESTO TORRES CANTÚ:** Ahorita nos mencionabas de uno de los tres riesgos, siendo el precio del petróleo, para el tema mundial obviamente, y esto es: con China creciendo ligeramente abajo del 7 por ciento, a un nivel menor, pero sigue siendo fuertísimo.

En ese sentido, el escenario alrededor de un tema en China, y hemos visto varios ejemplos, y ahorita regresamos a Brasil, donde todo está bien hasta que no está bien; se habla de las burbujas en China en bienes raíces, un sobreendeudamiento del consumidor, etcétera.

¿Qué escenario tiene el Fondo en ese sentido, y qué riesgos le ves a que un desaceleramiento mayor en China acentúa todos los comentarios que hiciste al principio?

- **DR. ALEJANDRO WERNER:** Digo, la disciplina que nos imponen ahí en el Fondo, como yo no soy responsable de China, tampoco me voy a explayar en lo que podrían ser mis opiniones personales, pero realmente el escenario que tenemos para China es que China logra llevar a cabo esta desaceleración gradual de tasas del 7 y medio a tasas del 6.8 y probablemente continúa esta desaceleración.

Y recomponiendo la demanda, ¿básicamente qué ocurrió en China? Después de tener un episodio en el cual el crecimiento económico estuvo básicamente basado en la agresividad de su sector exportador, con una economía mundial y una economía de Estados Unidos creciente, y con una moneda relativamente débil, después de la crisis internacional pasan a un modelo de crecimiento, en donde en ausencia de una demanda internacional boyante, básicamente le inyectan a la economía un crecimiento en la inversión gigantesco, financiado por un sistema, por un *shadow banking* en China, mucho de ello con vehículos en donde la conexión entre los Gobiernos locales, los desarrolladores y los financieros tenían implicaciones políticas regionales importantes, y vimos básicamente que la inversión en China pasó de ya un nivel elevado de alrededor de 40 por ciento del PIB a niveles de 47 por ciento del PIB; esos niveles ya generan dudas sobre la rentabilidad de esa inversión, y todo financiado con pasivos que generaban un retorno mayor a los pasivos bancarios tradicionales, y, por lo tanto, la gran duda de cómo se iban a respaldar estos pasivos.

Las autoridades chinas han reconocido este problema, y básicamente lo que dicen es: “Para adelante tenemos que ir modulando el crecimiento de la inversión”, y eso se ha venido dando.

“Tenemos que ir estimulando el consumo a través de reformas en nuestras instituciones de seguridad social”. “Tenemos que minimizar el sesgo pro-inversión que tenemos en nuestras empresas públicas”.

Y obviamente están anticipando que el consumo se acelere de niveles de entre 30 y 40 del PIB a niveles mucho más altos, como los que vemos en economías mucho más normales, alrededor de niveles de 60 por ciento, y la inversión se vaya desacelerando.

¿Cuál es el gran riesgo? El gran riesgo es que sabemos cómo desacelerar la inversión, pero no sabemos cómo acelerar el consumo, y en ese sentido que la desaceleración sea más fuerte de la anticipada, y ahí está la tensión que a veces se ve en China, que cada vez que las autoridades tratan de ejecutar este plan y la desaceleración económica es más grande que la anticipada, regresan

a estimular la inversión, regresan a inyectar más liquidez en el sistema, etcétera.

Pero yo creo que lo que es muy importante, que tal vez como analistas todos fallamos, yo creo que subestimamos el efecto que tuvo China sobre el crecimiento en el mundo emergente.

Y en ese sentido, lo que hemos visto en los últimos cinco años, si nosotros tomamos las proyecciones que hizo el Fondo Monetario Internacional en 2011 de cuál iba a ser el nivel del PIB en los principales mercados emergentes en el año 2015, hoy estamos 15 por ciento debajo de ese nivel para Rusia, 15 por ciento abajo para Brasil, 11 para China, 4 para México.

Claramente proyectamos que el crecimiento elevado que vimos del año 2004-05 al año 2011, con el intermedio de la crisis, iba a continuar, y que era un proceso de crecimiento sostenible, de crecimiento potencial en los mercados emergentes que no dependía tanto de China.

Cuando vimos la desaceleración de China, cuando vimos el efecto sobre el precio de los *comodities* y sobre el empuje que China ha tenido sobre estas economías emergentes, esta revisión ha sido muy importante.

Y yo creo que el riesgo realmente es que, como ya mencionaba, tenemos a Rusia creciendo a tasas negativas, a Brasil en un equilibrio de bajos crecimientos por varios años, Sudáfrica con una desaceleración importante, Turquía con una desaceleración y un déficit en cuenta corriente muy elevado; entonces, claramente el mundo emergente está entrando en un contexto de menor crecimiento, en un entorno internacional de menor laxitud financiera para algunos de estos países, y estos son los entornos en donde los errores de políticas se empiezan a cometer.

Por lo general, los errores de política no se realizan cuando las economías crecen al 7 por ciento, los ingresos públicos suben al 10, en esos entornos es fácil tener disciplina fiscal, es más fácil controlar

la inflación, sobre todo cuando los choques de crecimiento vienen de afuera, etcétera.

Pero mantener la disciplina, mantener el orden y mantener un marco amigable a la inversión privada, etcétera, se empieza a volver más difícil en esta desaceleración económica, y vemos la tentación de los hacedores de política a empujar el crecimiento con políticas de demanda, fiscales y monetarias, y también a estimular el crecimiento a veces a través de intervenir demasiado en mercados particulares.

Y yo creo que ese es el gran riesgo, y es un poco lo que se vio en Brasil en 2011, 2012 y 2013, y vemos ahora al nuevo Secretario de Hacienda un poco tratando de cambiar esto, volviendo un poco más a un paradigma más tradicional, para detonar el crecimiento, tener una política macro que genere credibilidad y tener una política micro que genere los incentivos adecuados.

- **ING. ERNESTO TORRES CANTÚ:** Ahorita que tocaste Brasil, vayamos un poco ahí, y éste sí está en el hemisferio que te corresponde en el Fondo.

De repente cambian las perspectivas para Brasil, yo creo que nada más queda la c) y quizá la i), y los otros dos ya se fueron, ¿qué lecciones podemos aprender de eso, qué pasó ahí?

- **DR. ALEJANDRO WERNER:** A ver, yo creo que mucho de lo que ocurrió en Brasil, que es de verdad y fue muy bueno, fue que vimos un proceso de estabilización económica muy importante a principios de la década pasada. Vimos un impulso en el sector de materias primas muy importantes, un incremento en la productividad en el sector agropecuario que es real, las empresas agropecuarias de Sudamérica son de las más productivas del mundo, y de todo el *boom* de la soja que vimos en Sudamérica fue muy importante, el *boom* minero, y luego el *boom* energético.

En ese sentido, probablemente a este choque externo tan importante, en Brasil se le sumó una política interna que fomentó el crecimiento de

la demanda interna tal vez de manera excesiva a través de incrementos salariales muy elevados.

El salario mínimo en Brasil creció 70 por ciento en un periodo de ocho o nueve años. El salario promedio creció 40 por ciento. El crédito se duplicó en un periodo de seis años.

Y todo esto estimuló la demanda interna de manera muy importante, por encima del shock positivo que se estaba teniendo del exterior. ¿Eso a qué llevó? A que todos los sectores orientados a la producción de bienes comerciales internacionalmente se estancaran.

Vemos que después del *boom* en Brasil la inversión no en commodities se colapsa. Vemos que el crecimiento de la producción industrial ha estado fijo, la producción industrial ha estado *flat*, con crecimiento cero ya por cuatro o cinco años.

El empleo en estos sectores productivos tampoco ha crecido; con un tipo de cambio muy apreciado; con un componente salarial muy pesado. Y todo esto dentro de una estructura regulatoria, impositiva, etcétera, que genera un costo de hacer negocios en Brasil muy importante.

Entonces, en este contexto saliendo de la crisis del 2008 y 2009 las autoridades brasileñas de alguna medida mantienen una visión de un crecimiento potencial muy elevado, se lleva a cabo un estímulo de demanda importante que, en un contexto en el cual el lado de la oferta no responde, lleva a una ampliación de déficit en cuenta corriente y una subida de la inflación.

Entonces, se encuentra el nuevo Secretario de Hacienda en una situación entrando en este año 2015 en la cual tiene inflación elevada, un deterioro en el riesgo-país muy considerable en los últimos años, la posibilidad de un *downgrade* en su rating crediticio del soberano; y muchas distorsiones microeconómicas.

Entonces, lo que anuncian es un proceso de consolidación fiscal muy importante, tal vez de casi 2 puntos del PIB el primer año y 1 punto

adicional para año siguiente. Y ya una política monetario muy enfocada a bajar la inflación.

Reducir la intervención cambiaria que habían hecho para lograr un tipo de cambio más competitivo, y al mismo tiempo empieza a corregir algunos de los desequilibrios en la parte de precios relativos en el sector energético que generaron obviamente la escasez en términos energéticos que estamos viendo hoy en día.

Entonces, en este contexto creo que la aplicación de políticas ha sido la adecuada. Al mismo tiempo han anunciado la reducción en la agresividad de la expansión del crédito por parte de los bancos públicos.

Creo que lo que están tratando de hacer es, por un lado, lograr políticas macroeconómicas, tanto del lado fiscal como del lado monetario, que generen credibilidad en la sostenibilidad de las finanzas públicas y en descenso de la inflación. Y, por otro lado, una realineación de precios relativos, un tipo de cambio real más competitivo; y precios de la energía más realistas para generar inversión en el sector, etcétera.

También el precio de las gasolinas se había mantenido bajo y había afectado a las empresas, a Petrobras, etcétera, y obviamente todo esto se está tratando de corregir, pero como hemos visto en la historia económica de la región estos procesos de ajuste son costosos, son menos costosos que la alternativa, que es no hacer un ajuste, pero claramente Brasil está entrando en un periodo para algunos analistas de crecimiento negativo.

Este año una contracción probablemente del consumo en lo que este programa adquiere credibilidad la inversión empieza a fluir y el sector de bienes comerciables empieza a crecer de manera más dinámica y empezar a generar empleo y crecimiento en los años futuros. Pero esa es la situación actual que obviamente se ve complicada con una situación de sequía y posible razonamiento de energía en este año y que obviamente con una situación en el sector petrolero muy, muy compleja porque por encima de tener que hacerle frente ya a la caída

en el precio del petróleo los escándalos de corrupción están afectando no sólo a la empresa Petrolera, pero a todos los grandes constructores del país que son proveedores de Petrobras que representan probablemente un monto de la inversión total en ese país muy importante.

Entonces, llamémosle otro choque de oferta en donde tienes tanto el sector energético como del sector de construcción con un choque de liquidez importante, en la medida que se terminan de resolver los procesos judiciales asociados a los temas de corrupción en Petrobras.

- **DR. CARLOS SERRANO:** Oye, Alejandro, pasando a Estados Unidos nos diste ahora algo bueno para este año, pero quisiéramos preguntarte más hacia mediano plazo la visión que tienes, hay quien dice estos argumentos que hay una situación, vemos que las tasas de largo plazo están a niveles muy bajos, no tengo muy claro si eso refleja una menor capacidad de crecimiento a esa economía o niveles de aversión al riesgo que todavía no se disipan después de la crisis.

Entonces, preguntarle tu opinión hacia el futuro si esta recuperación de Estados Unidos refleja un mayor potencial de crecimiento hacia el futuro o si realmente estamos viendo un nuevo equilibrio en Estados Unidos de menores tasas de crecimiento.

- **DR. ALEJANDRO WERNER:** Nosotros estamos viendo exactamente el escenario que tú describes.

O sea, por un lado estamos viendo que Estados Unidos tuvo un cierre del 2014 muy bueno, creció una tasa promedio superior al 4 por ciento en los últimos tres trimestres, para el año 2015 vemos un crecimiento superior al 3 por ciento basado en una situación de consumo muy bueno, vemos que el ingreso disponible está creciendo a tasas superiores al 4 por ciento, el consumo arriba del 3, el mercado laboral creando empleos mes a mes alrededor de 250 mil empleos, la tasa de desempleo en los niveles más bajos en los últimos 8 años, 8 o 10 años.

Entonces, en ese sentido vemos que Estados Unidos que hoy cuenta con un negativo importante tiene algunos años para mantener estos crecimientos elevados hasta que cierren esta brecha y que estén en pleno empleo, que estén con un uso de capacidad normal, etcétera.

Y esto para México es muy, muy bueno, desde el punto de vista que el consumidor americano está de nuevo con un nivel de confianza y digamos con un nivel de riqueza neta ya parecida a los niveles que tenía previo a la crisis y con un mercado laboral dinámico yo creo que eso es muy bueno para México para los próximos años.

El sector corporativo también de Estados Unidos es muy sano, ahí deberíamos ver que la inversión se empieza a recuperar de manera más fuerte, que es algo que todavía no hemos observado. Yo diría que el sector que todavía no está respondiendo a la velocidad que tal vez nosotros habíamos anticipado en la parte de construcción de vivienda.

Con respecto a mediano plazo coincidimos contigo, y creo que es un tema que va más allá de Estados Unidos y en todo el mundo avanzado de un crecimiento potencial mucho más bajo; es decir, la economía de Estados Unidos, tanto por temas demográficos y por temas de productividad total de los factores, un poco, digamos, el *boom* y el efecto que todos los desarrollos tecnológicos en el ámbito de internet, etcétera, han tenido.

Parece que se han estado disipando en los últimos años, tanto por temas demográficos como por la caída en inversión que hemos visto un periodo tan prolongado, y por estos temas de productividad total de los factores el crecimiento, digamos, más allá del año 2017, 2018 que se espera para Estados Unidos es un crecimiento más cercano al 2 por ciento.

Algunas economías avanzadas también hoy todavía están tratando de procesar los problemas de la crisis financiera y, por lo tanto, hay grandes niveles de apalancamiento.

Entonces, eso hace que la demanda de fondos prestables sea sustancialmente mayor a la oferta de ahorro, y en ese sentido que

vivamos tal vez con tasas de interés muy bajas, porque tal vez la tasa de interés necesaria para equilibrar este mercado sea una tasa negativa; y al no poder alcanzar estas tasas, o ser difícil alcanzar estas tasas básicamente vamos a estar con tasas de interés de largo plazo muy bajas.

Esto podría ser un efecto mitigante para las economías emergentes del bajo crecimiento en las economías avanzadas, porque presentaría oportunidades para invertir en infraestructura, para invertir en proyectos productivos, etcétera, tomando como ventaja el bajo costo de fondeo a nivel internacional; para eso obviamente hay que tener y mantener la salud financiera y fiscal que hemos visto en algunas de las economías emergentes.

- **ING. ERNESTO TORRES CANTÚ:** Todo esto que estamos comentando y que has comentado, Alejandro, cómo ves a México en términos relativos respecto del resto del mundo en término de la economía, oportunidades, riesgos, etcétera.

- **DR. ALEJANDRO WERNER:** En primer lugar, viéndolo en el contexto que tú mencionabas de los BRICs y de mercados emergentes, claramente tenemos por un lado a la India, donde también las perspectivas han mejorado de manera muy importante.

Obviamente en el caso de México la gran vinculación de México con la economía de Estados Unidos, después de haber sido un factor negativo por mucho tiempo, primero por la competencia que recibimos de China en el mercado americano, y luego obviamente por la crisis financiera global, hoy claramente representa una gran ventaja.

Es la economía desarrollada que está presentando un mayor dinamismo, que ya resolvió una cantidad muy importante de los problemas generados por la crisis financiera internacional; y obviamente las exportaciones mexicanas y la inversión en el sector manufacturero mexicano está reflejando este fenómeno.

El hecho también de compartir en el mercado o estar integrado al mercado energético de Norte América es una gran ventaja, asociado a los bajos precios del gas natural.

Creo que en tercer lugar, también el hecho que México haya pasado o haya sido una de las economías de América Latina que tuvo un menor crecimiento en los últimos 10 o 12 años hizo que la sociedad se pusiera de acuerdo y avanzara en una agenda de reforma estructural, que obviamente no hemos visto en otras geográficas, y que obviamente hoy pone a México en una situación donde debe de beneficiarse del contexto de recuperación económica, de aceleración del crecimiento en Estados Unidos, y también se debe de beneficiar de la implementación de estas reformas estructurales generando un proceso de incremento en la inversión y en la productividad muy importante.

¿Cuáles son los retos? Pues claramente hay retos coyunturales importantes en la parte macroeconómica. Cómo manejarlos efectos que podrían venir del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y la volatilidad cambiaria asociada a la asincronía de política monetaria en Estados Unidos y en Europa, son un reto muy importante de cómo aprovechar el tipo de cambio flexible, pero al mismo tiempo anclar las expectativas de inflación alrededor de 3 por ciento.

Y, por otro lado, yo te diría el gran reto de mandar una señal muy clara a los mercados, como lo hizo ayer el Secretario de Hacienda, de que la sostenibilidad fiscal es uno de los grandes activos de la economía mexicana.

Y en ese sentido, si bien el petróleo no representa lo que representaba hace 10 o 12 años, sigue siendo un elemento muy importante de nuestras finanzas públicas. Y yo creo que los comentarios que se hacían el día de ayer de que los objetivos de reducción de déficit y de consolidación de las finanzas públicas y de reducción de la razón de deuda que el Gobierno se había planteado, se van a mantener, y que el presupuesto va a reflejar los ajustes necesarios para alcanzar estas metas, es muy, muy importante.

Yo creo que ese activo hoy por hoy hay que reforzarlo en la parte fiscal, y yo creo que esos anuncios son muy bienvenidos.

Y, obviamente, creo que trabajar por la parte del gasto público es muy importante. México tuvo un incremento del gasto público como proporción del PIB bastante relevante, sobre todo si vemos el gasto primario en los últimos siete u ocho años.

Y en ese sentido, como en toda Latinoamérica, hay espacios de eficiencia muy importante, y esta revisión anunciada al gasto público en todos los programas y sectores, yo creo que es lo que hay que hacer para mantener las finanzas públicas en orden, para seguir logrando los objetivos sociales, productivos, etcétera, que el presupuesto persigue.

Por otro lado, a veces no sé qué tanto creerle a esas teorías o no, pero hay un grupo de académicos que está viendo estos temas que les llaman “de complejidad”, que tratan de ver un poco qué tan complejas son las economías en términos de qué tanta diversidad tienen las economías en los diferentes productos que exportan y que hacen.

En ese sentido, la economía mexicana, *bis a bis* a otras economías del mismo nivel de producto per cápita, es una economía relativamente compleja; es una economía que tiene muchos sectores que se vinculan con sectores cercanos a ellos, en donde se genera gran valor agregado.

Y en ese sentido, como mencionaba el Subsecretario, la combinación de factores de las reformas estructurales y una plataforma de producción que tiene un grado de complejidad importante, lo que representa o lo que nos dice es que tenemos el capital humano, las instituciones, etcétera, para poder afrontar procesos productivos complejos y de mayor valor agregado.

Pone a México en una situación, aprovechado el contexto eventualmente de bajas tasas de interés de largo plazo, de estabilidad

y de desarrollo de mercados financieros, de poder incrementar la inversión y que por este incremento de la inversión se genere mayor productividad y mayor crecimiento.

Y, por último, yo te diría que con una perspectiva de mediano plazo, hoy por hoy México es una de las pocas economías en las cuales el crecimiento potencial que estiman la mayoría de los analistas ha aumentado, por lo general estamos viendo revisiones a la baja del crecimiento potencial en el mundo avanzado y en el mundo emergente, y en el caso de México vemos exactamente lo contrario.

Entonces, yo diría en el corto plazo consolidar los temas de estabilidad macroeconómica en un contexto de volatilidad asociada a la salida de la política monetaria laxa en Estados Unidos y la sincronía a nivel internacional y la consolidación de la credibilidad de nuestras finanzas públicas ante el choque petrolero es crucial y luego seguir trabajando los temas estructurales a través de la implementación de las reformas recientes, continuar con reformas sectoriales que aumenten la productividad y obviamente como se ha dicho en varias sesiones en esta Convención los temas de educación y de estado de derecho con una perspectiva de mediano plazo son muy importantes.

- **ING. ERNESTO TORRES CANTÚ:** Muchísimas gracias. Muchísimas felicidades por tu posición en el Fondo Monetario Internacional.

Es un orgullo para México que estés ahí. Y muchas felicidades y gracias por acompañarnos.

- **C. ROBERTO MENA:** Y, desde luego, muchas gracias también a nuestros moderadores, Ernesto Torres Cantú y el doctor Carlos Serrano.

- - -o0o- - -