

# Informe Trimestral

Enero – Marzo 2016

## Resumen

La conducción de la política monetaria por parte del Banco de México se ha enfocado en procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, sobre la base de que esta se alcance al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. Mediante el esquema de objetivos de inflación, el Instituto Central se ha planteado lograr una tasa de inflación anual de 3 por ciento, con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Los esfuerzos en materia de política monetaria llevados a cabo han rendido frutos importantes: la consolidación de un entorno de inflación baja y estable en México. Entre los resultados que se han logrado con el esquema mencionado sobresalen: i) una reducción permanente en los niveles, la volatilidad y la persistencia de la inflación; ii) una disminución de las primas de riesgo, particularmente de la prima por riesgo inflacionario; iii) un sólido anclaje de las expectativas de inflación en niveles cercanos a la meta permanente, así como una menor dispersión de las mismas; y iv) una reducción en el traspaso de cambios en precios relativos y, particularmente, de las fluctuaciones cambiarias, a los precios de los bienes y servicios. Estos logros se han evidenciado en la coyuntura actual. En efecto, las fluctuaciones del tipo de cambio recientes no han afectado el proceso de formación de precios de la economía, toda vez que la inflación se ha mantenido en los últimos 12 meses por debajo del objetivo permanente, al tiempo que las expectativas de inflación en el mediano y largo plazo se encuentran bien ancladas. Así, el tipo de cambio ha podido fungir como amortiguador para la economía nacional ante un entorno externo muy complicado, sin que ello signifique presiones desproporcionadas para la inflación. La consolidación de un entorno de inflación baja y estable ha permitido, junto con otros factores, una recuperación del poder adquisitivo de los salarios.

Este comportamiento favorable de la inflación se ha dado en un entorno especialmente complejo, que ha requerido que el Banco de México pondere cuidadosamente los posibles efectos que factores tanto internos como externos podrían tener sobre la evolución de la inflación y sus expectativas, con el objeto de definir la postura de política monetaria más apropiada en cada momento del tiempo. En el período que cubre este Informe el ámbito interno se caracterizó por un crecimiento moderado, sin presiones de demanda agregada sobre los precios, y por un sólido anclaje de las expectativas de inflación. La expansión de la actividad económica en México estuvo sustentada en el dinamismo del consumo, el cual se ha visto favorecido por la mejoría en el mercado laboral, la baja inflación, la expansión del crédito y las condiciones más favorables para el crecimiento que han generado las reformas estructurales. Por el contrario, la demanda externa mostró un comportamiento desfavorable y la inversión fija bruta mantuvo un débil desempeño. En efecto, en el ámbito externo las expectativas de crecimiento global siguieron revisándose a la baja y el comercio mundial mostró un estancamiento, en un contexto en el que la expansión de la mayoría de las economías avanzadas y algunas emergentes de gran tamaño ha sido menor a la anticipada. Asimismo, se presentaron diversos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que presionaron de manera notoria al valor de la moneda nacional.

En su primera decisión del año el 4 de febrero de 2016, tomando en consideración que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo en ese momento seguía siendo congruente con la consolidación de la convergencia de esta al objetivo permanente de 3 por ciento, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio el nivel del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 3.25 por ciento. No obstante lo anterior, se alertó sobre el riesgo para la inflación y sus expectativas derivado de la posibilidad de que la depreciación adicional de la moneda nacional persistiera o se acentuara. En este contexto, luego del recrudecimiento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, el deterioro del entorno externo y los fuertes movimientos del tipo de cambio que tuvieron lugar en las semanas subsiguientes a la decisión

mencionada, la Junta de Gobierno juzgó conveniente celebrar una reunión extraordinaria y anunció el 17 de febrero un incremento de 50 puntos base en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a 3.75 por ciento. Al respecto, la Junta de Gobierno aclaró que este incremento no iniciaba un ciclo de contracción monetaria.

Cabe destacar que esta decisión formó parte de una acción coordinada con otras autoridades. En particular, en conjunto con la medida de política monetaria descrita, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público anunció un ajuste preventivo al gasto de la Administración Pública Federal para 2016, y la Comisión de Cambios decidió suspender los mecanismos de venta de dólares, sin descartar la posibilidad de recurrir a intervenciones discrecionales en caso de que se presenten condiciones excepcionales en el mercado cambiario.

Las medidas adoptadas tuvieron el resultado esperado. En efecto, al momento del anuncio se produjo una apreciación considerable de la moneda nacional, tendencia que continuó por algunas semanas. Asimismo, las tasas de interés de corto plazo registraron incrementos en línea con el aumento de la tasa de interés de referencia, en tanto que las correspondientes a horizontes de más largo plazo disminuyeron, dando lugar a un significativo aplanamiento de la curva de rendimientos, tal y como era deseado. Estos resultados, aunados al hecho de que se consideraba que el balance de riesgos para la inflación era neutral y, en particular, que el escenario central sobre el comportamiento de esta era congruente con la meta permanente de 3 por ciento una vez tomando en cuenta el ajuste llevado a cabo el 17 de febrero, dieron lugar a que en las reuniones de política monetaria del 18 de marzo y del 5 de mayo la Junta de Gobierno decidiera mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México considera lo siguiente:

**Crecimiento del Producto:** Como se preveía en el Informe precedente, el entorno externo que enfrenta la economía mexicana ha continuado siendo complejo. En efecto, ante la debilidad de la actividad económica global, la volatilidad de los mercados financieros internacionales y la reducción del comercio mundial, no se ha observado una recuperación en la actividad industrial estadounidense. Así, se continúa previendo un dinamismo relativamente bajo de la demanda externa de México para los próximos años, si bien se anticipa que esta vaya retomando gradualmente un mayor ritmo de expansión.

No obstante la atonía de la demanda global, la demanda interna de México continúa presentando un ritmo de expansión importante y, en este contexto, es previsible que siga impulsando la actividad económica en los próximos trimestres. La inflación baja que ha llevado a una recuperación de la masa salarial real, la mejoría del mercado laboral y la implementación de las reformas estructurales están generando un entorno más propicio para el crecimiento del gasto interno, lo cual se espera prevalezca en los próximos trimestres.

Así, el dinamismo de la demanda interna ha logrado contrarrestar parcialmente, y se espera que continúe haciéndolo, la debilidad del sector externo, de manera que se sigue anticipando un ritmo de crecimiento moderado del país. Asimismo, el mayor dinamismo de la actividad económica que se observó en el primer trimestre de 2016 sugiere cierta mejoría en el panorama para el crecimiento de este año, si bien aún no justifica una revisión al intervalo de pronóstico. De este modo, se continúa previendo que el PIB de México crezca entre 2.0 y 3.0 por ciento en 2016. Para 2017, debido al entorno internacional adverso, y en particular a la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento para la producción industrial de Estados Unidos, el intervalo para el crecimiento del PIB se revisa ligeramente de uno de entre 2.5 y 3.5 por ciento en el Informe anterior, a uno de entre 2.3 y 3.3 por ciento en el actual (Gráfica 1a).

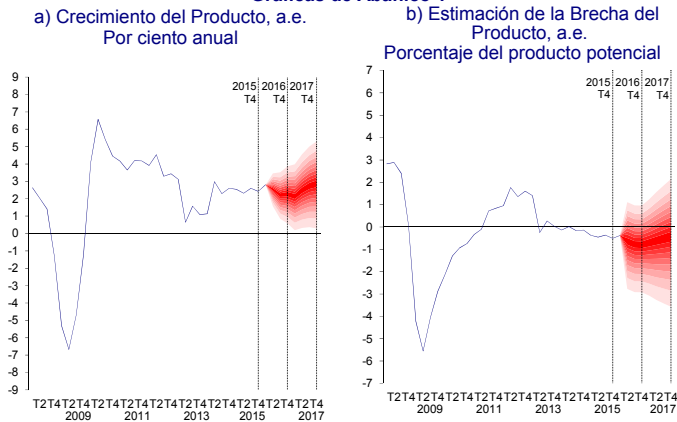
**Empleo:** Si bien el número de puestos de trabajo afiliados en el IMSS ha continuado presentando una trayectoria positiva, recientemente ha

mostrado cierta desaceleración. Considerando lo anterior, se ajustan ligeramente a la baja las previsiones sobre el crecimiento de este indicador. Así, para 2016 se espera un aumento de entre 590 y 690 mil puestos de trabajo, intervalo que se compara con el del Informe precedente de entre 610 y 710 mil puestos de trabajo. Para 2017, se prevé un incremento de entre 630 a 730 mil puestos de trabajo, menor al anticipado en el Informe previo de entre 650 a 750 mil puestos de trabajo.

**Cuenta Corriente:** Para 2016, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 15.4 y de 34.4 miles de millones de dólares, respectivamente (1.4 y 3.1 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2017, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 15.1 y 36.7 miles de millones de dólares, respectivamente (1.3 y 3.1 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Las previsiones de crecimiento económico no indican la presencia de presiones provenientes de la demanda agregada sobre la inflación ni sobre las cuentas externas. En particular, se anticipa que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo en el horizonte de pronóstico (Gráfica 1b).

**Gráficas de Abanico 1**



a. e. / Cifras con ajuste estacional. Fuente: INEGI y Banco de México.

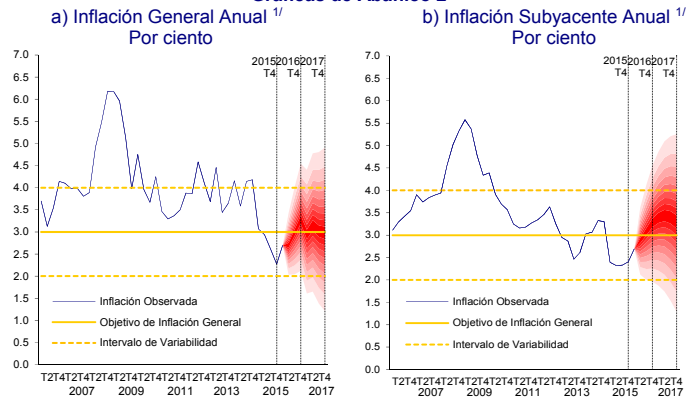
a. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas. Fuente: Banco de México.

Entre los riesgos a la baja para el crecimiento de México asociados al pronóstico descrito destacan los siguientes: i) la posibilidad de que se acentúe la desaceleración en el crecimiento mundial y, en particular, de la actividad industrial de Estados Unidos; y, ii) que ante el entorno internacional más complejo las condiciones de financiamiento para la economía se tornen más astringentes, lo cual podría tener consecuencias adversas sobre los planes de inversión y, por lo tanto, sobre el crecimiento. Por otro lado, entre los riesgos al alza sobresalen: i) que la mejoría en el mercado laboral y la expansión en el monto y en el acceso de las familias al crédito den lugar a un dinamismo inclusive mayor del consumo privado en los próximos trimestres; y, ii) que la implementación de las reformas estructurales tenga efectos más favorables y en un menor plazo que lo anticipado. En particular, que se observe un mayor impulso en la inversión en el sector energético, sobre todo ante los recientes anuncios de importaciones de gasolina y gas, o que persista el dinamismo generado por la reforma al sector de las telecomunicaciones.

**Inflación:** Se anticipa que las condiciones inflacionarias en la economía continúen siendo favorables, de tal forma que la inflación se mantenga oscilando alrededor de la meta permanente y que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permanezcan ancladas en dicha meta durante el resto de 2016 y en 2017. En particular, se espera que la inflación general anual se mantenga en los siguientes meses en niveles por debajo de 3 por ciento, si bien en los últimos meses del año se anticipa que supere transitoriamente dicha cifra. Para el año en su conjunto, en todo caso, es previsible que la inflación promedio anual se ubique prácticamente en 3 por ciento. Esta trayectoria es consecuencia, en su mayoría, de la reciente actualización de la fórmula empleada para la determinación de los precios máximos de la gasolina por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y de la evolución prevista de las referencias internacionales de este energético. La actualización intenta amortiguar parcialmente el efecto de la volatilidad en las cotizaciones internacionales de las gasolinas sobre los precios

nacionales de dicho energético, la cual a su vez altera su estacionalidad. En cuanto a la inflación subyacente, se anticipa que aumente gradualmente en términos anuales, finalizando 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se mantengan alrededor de la meta permanente de inflación (Gráfica 2a y Gráfica 2b). Las previsiones señaladas respecto a la trayectoria de la inflación no están exentas de riesgos. Entre los riesgos al alza para la inflación destacan: i) que tenga lugar un deterioro en el entorno internacional que provoque una depreciación desordenada del tipo de cambio y que, por tanto, esta afecte en mayor grado a la inflación general; y, ii) adicionalmente, no se pueden descartar aumentos en los precios de productos agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio. Por su parte, como riesgos a la baja sobresalen: i) que como resultado de las reformas estructurales, continúen las disminuciones en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y los energéticos; y, ii) la posibilidad de que la actividad económica nacional y global tenga un dinamismo menor al esperado, lo que postergaría presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

**Gráficas de Abanico 2**



1/ Promedio trimestral. Fuente: Banco de México e INEGI.

1/ Promedio trimestral. Fuente: Banco de México e INEGI.

En este contexto, y considerando lo expuesto en el presente Informe, hacia adelante la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Asimismo, se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de tomar medidas con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

Finalmente, cabe recordar que se prevé que la economía mexicana continúe enfrentando un entorno externo adverso. En este contexto, destaca que las autoridades mexicanas hayan instrumentado un paquete de medidas de manera oportuna con la finalidad de reforzar los fundamentos macroeconómicos. Estas acciones han contribuido a garantizar la estabilidad macroeconómica del país y a generar un entorno más propicio para el crecimiento. En particular, el ajuste del gasto público, junto con el uso del remanente de operación del Banco de México para mejorar la posición financiera del Gobierno Federal y disminuir el endeudamiento público, a través de la recompra de deuda existente del Gobierno Federal y la reducción de su monto de colocaciones durante 2016, contribuirá a que el país cuente con finanzas públicas sanas. No obstante, es necesario seguir impulsando las fuentes de crecimiento interno, de modo que no sólo se contrarreste la atonía de la demanda global, sino que se alcancen mayores tasas de crecimiento de la economía de manera sostenida. Por una parte, es preciso continuar con la correcta y pronta instrumentación de las reformas estructurales, pues estas contribuirán a incrementar la productividad y a generar más competencia económica, con el consecuente efecto favorable sobre el bienestar de la población. Por otra parte, se debe fortalecer el estado de derecho y garantizar la seguridad jurídica. Como se ha mencionado en Informes anteriores, ello permitiría alcanzar mayor crecimiento, al potenciar el alcance de las reformas estructurales y atraer mayor inversión al país.