

Informe Trimestral

Enero – Marzo 2015

Resumen

La política monetaria implementada por el Banco de México se ha enfocado a procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional y ha sido conducente a alcanzar un entorno de inflación baja y estable en México. La inflación se ubicó prácticamente en la meta de 3 por ciento durante el periodo que cubre este Informe.

Este logro se ha dado a pesar de que en los meses recientes la política monetaria ha enfrentado una coyuntura complicada, en la cual se ha tenido que sopesar adecuadamente tanto los factores internos como los externos que podrían afectar a la inflación. Por un lado, en cuanto a los factores internos, la inflación en México ha convergido a su meta permanente de 3 por ciento, se espera que continúe alrededor de la misma y las expectativas de inflación se encuentran bien ancladas. Adicionalmente, no se prevén presiones sobre ésta provenientes de la demanda agregada, toda vez que prevalecen condiciones de holgura en la economía dado que la actividad económica ha mostrado un ritmo de crecimiento más débil de lo anticipado. Por otro lado, la moneda nacional ha registrado una depreciación en respuesta a factores externos. La caída en el precio del petróleo sugiere que una parte importante del referido ajuste cambiario responde a factores reales. Además, la perspectiva de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y la incertidumbre asociada con este proceso se vieron reflejadas en los mercados financieros internacionales, dando lugar a una elevada volatilidad y a depreciaciones generalizadas de la gran mayoría de las monedas respecto al dólar estadounidense. Hasta ahora la inflación no se ha visto afectada por el ajuste cambiario más allá de lo que el Instituto Central tenía previsto, dado que son ya varios los años en que se ha observado que el traspaso de las variaciones en el tipo de cambio sobre los precios en México ha sido bajo y que no han habido efectos de segundo orden. Sin embargo, el riesgo para la inflación que la depreciación significa no puede ser ignorado. Teniendo todos estos elementos en consideración, en el periodo que abarca este Informe, la Junta de Gobierno mantuvo en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en virtud de que estimó que la postura monetaria fue conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente.

La inflación general anual presentó una importante reducción a principios de 2015. A esta disminución contribuyó la política monetaria adoptada, la cual anticipó correctamente el desvanecimiento de los efectos sobre precios de las modificaciones fiscales del año previo y otros choques, al tiempo que se mantuvo vigilante de que no se vieran afectadas las expectativas de inflación. También contribuyeron, tanto directa como indirectamente, las bajas en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos. Es importante destacar que este comportamiento tuvo lugar aun considerando la depreciación que ha experimentado la moneda nacional desde mediados de 2014, cuyos efectos se han concentrado en los precios de algunas mercancías durables y, en general, no ha afectado la dinámica de formación de precios en la economía, permaneciendo las expectativas de inflación bien ancladas.

En el primer trimestre de 2015, prevaleció cierta debilidad en el desempeño de la actividad económica de México. En efecto, la demanda externa registró una pérdida de dinamismo, principalmente como respuesta a la desaceleración de la actividad en Estados Unidos, al tiempo que la demanda interna presentó una ligera mejoría. En este entorno, persistieron condiciones de holgura en la economía, por lo que no se percibieron presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos, ni sobre las cuentas externas.

La actividad económica mundial continuó mostrando debilidad en los primeros meses del año en curso, mientras que la inflación a nivel global tuvo una tendencia a la baja, entre otros factores, como consecuencia de los bajos precios del petróleo. Así, diversos bancos centrales, tanto de economías emergentes como avanzadas,

adoptaron políticas monetarias más acomodaticias. En este contexto, la incertidumbre sobre el inicio y el subsecuente ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos en combinación con una política monetaria muy laxa en otras economías avanzadas, que condujo a una apreciación generalizada del dólar, el comportamiento de los precios de las mercancías básicas, particularmente del petróleo, y la situación económica en Grecia, condujeron a que los mercados financieros internacionales continuaran exhibiendo una elevada volatilidad en el periodo que cubre este Informe.

La referida volatilidad afectó el comportamiento de los mercados financieros nacionales. En específico, durante el primer trimestre de 2015, el tipo de cambio registró una depreciación en un entorno de elevada volatilidad, aun cuando el funcionamiento del mercado cambiario fue ordenado y bajo niveles de operación y liquidez adecuados. Si bien a partir de abril se observó una ligera mejoría en las condiciones en los mercados financieros, no puede descartarse que en el futuro se presente un nuevo incremento en la volatilidad en los mercados internacionales y que ello tenga efectos adicionales sobre la cotización de la moneda nacional. Ante esta posibilidad, resalta la importancia de continuar fortaleciendo el marco macroeconómico en nuestro país. En particular, se requiere consolidar el proceso de ajuste al gasto público anunciado por el Gobierno Federal, que se establezca la razón de deuda pública sobre PIB y que lo antes posible comience a reducirse dicha razón, de manera que las finanzas públicas no se conviertan en una fuente de vulnerabilidad y que faciliten el ajuste a condiciones más astringentes en los mercados financieros internacionales.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México es:

Crecimiento del Producto: Algunos de los riesgos a la baja para el crecimiento económico de México señalados en el Informe pasado se han venido materializando. En particular, la plataforma de producción petrolera ha continuado disminuyendo y hay gran incertidumbre sobre su evolución futura. Asimismo, la actividad económica de Estados Unidos se vio afectada negativamente en el primer trimestre del año, en parte por factores temporales, además de que, en un contexto de apreciación del dólar, se revisaron a la baja las expectativas de crecimiento estadounidense para todo el año. En consecuencia, la demanda externa de México registró una pérdida de dinamismo y se prevé un crecimiento en el primer trimestre menor que el esperado anteriormente. Adicionalmente, si bien el gasto interno en México ha continuado registrando una gradual recuperación, todavía no muestra señales claras de que pudiera presentar un mayor dinamismo hacia adelante. Tomando en cuenta los factores descritos, las previsiones para el crecimiento de la economía mexicana en 2015 y 2016 se ajustan a la baja. Para 2015, el intervalo de crecimiento para el PIB se revisa de uno de 2.5 a 3.5 por ciento a uno de 2.0 a 3.0 por ciento. Para 2016, se modifica el intervalo para la tasa de expansión del PIB de uno de entre 2.9 y 3.9 por ciento a uno de entre 2.5 y 3.5 por ciento (Gráfica 1a).

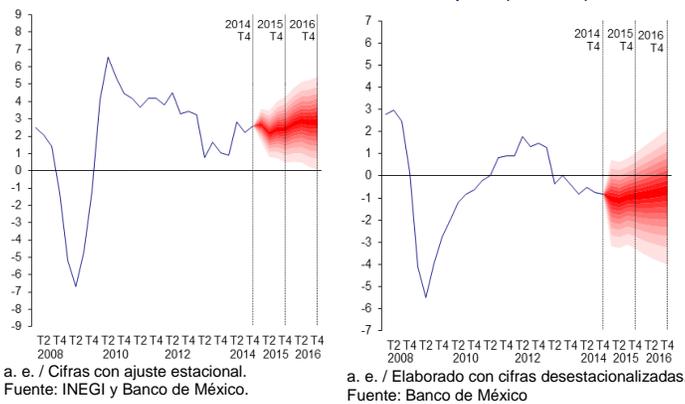
Empleo: En congruencia con el ajuste en los pronósticos de crecimiento económico, también se revisan a la baja las previsiones para la expansión del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS. Para 2015 se prevé un aumento de entre 580 y 680 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS, en comparación con la expectativa de un incremento de entre 600 y 700 mil en el Informe anterior. Para 2016, se modifica el intervalo de 620 a 720 mil puestos de trabajo en el Informe precedente a uno de entre 600 a 700 mil plazas laborales.

Cuenta Corriente: Para 2015, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 5.2 y 27.7 miles de millones de dólares, respectivamente (0.4 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2016, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 6.9 y 29.7 miles de millones de dólares, respectivamente (0.5 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Dadas las previsiones descritas, no se anticipan presiones sobre la inflación ni sobre las cuentas externas provenientes del comportamiento de la demanda agregada. En particular, se prevé que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo, si bien cerrándose gradualmente en el horizonte de pronóstico (Gráfica 1b).

Gráficas de Abanico 1

a) Crecimiento del Producto, a.e. Por ciento anual
b) Estimación de la Brecha del Producto, a.e. Porcentaje del producto potencial



El escenario de crecimiento para el PIB está sujeto a diversos riesgos. Entre aquéllos a la baja se encuentran:

- i. Un debilitamiento adicional en la actividad económica de Estados Unidos.
- ii. Nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales.
- iii. Una disminución adicional en la plataforma de producción de petróleo que afecte las cuentas externas y las finanzas públicas.
- iv. Que la debilidad en los indicadores de confianza de los consumidores y de los empresarios, entre otros motivos por las condiciones de seguridad pública, limite la recuperación del gasto en el país.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento se destacan:

- i. Un mayor dinamismo de la economía de Estados Unidos ante los bajos costos de la energía.
- ii. Una mejoría en las perspectivas de los inversionistas ante un resultado favorable en las primeras etapas de implementación de la reforma energética.

Inflación: El pronóstico para la inflación anual se mantiene sin cambio respecto al presentado en el Informe anterior. Así, para 2015, se prevé que la inflación general anual se mantenga cerca de 3 por ciento en los siguientes meses y que en el segundo semestre del año se ubique ligeramente por debajo de ese nivel (Gráfica 2a). En cuanto a la inflación subyacente, se anticipa que ésta se ubique por debajo de 3 por ciento durante todo el año (Gráfica 2b). Para 2016, se contempla que tanto la inflación general como la subyacente se mantendrán en niveles cercanos a 3 por ciento. La trayectoria prevista para la inflación podría verse afectada por algunos riesgos. Al alza destaca que:

- i. La cotización de la moneda nacional frente al dólar continúe mostrando una tendencia hacia la depreciación.
- ii. Considerando la reducción gradual prevista en las condiciones de holgura en la economía durante el horizonte de pronóstico, nuevos cambios en precios relativos pudieran contaminar las expectativas de inflación.

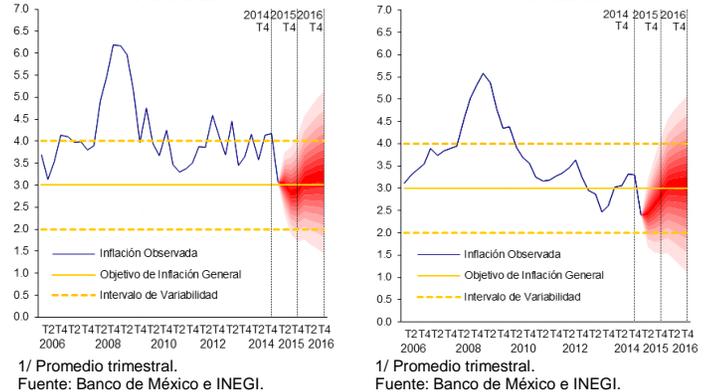
A la baja resaltan los siguientes riesgos:

- i. Disminuciones adicionales en los precios de los servicios de telecomunicaciones.
- ii. Que la reducción en los costos de la energía contribuya a que los incrementos de precios en general resulten menores a los previstos.
- iii. Un dinamismo de la actividad económica menor al esperado.
- iv. Que la cotización de la moneda nacional frente al dólar se aprecie, ante la recuperación en el precio del petróleo y que la respuesta de los mercados financieros internacionales al inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos sea más

benigna a la esperada, debido a que los precios de los activos posiblemente ya hayan descontado parcialmente el ajuste.

Gráficas de Abanico 2

a) Inflación General Anual 1/ Por ciento
b) Inflación Subyacente Anual 1/ Por ciento



Actualmente, la recuperación de la economía muestra debilidad, la inflación general se encuentra prácticamente en el objetivo, la inflación subyacente en sus dos componentes, de mercancías y de servicios, se sitúa por debajo de 3 por ciento y las expectativas de inflación se mantienen ancladas. Por otro lado, al estar la economía mexicana altamente integrada a la global, en particular a la de Estados Unidos, las acciones de política monetaria de ese país podrían tener repercusiones sobre el tipo de cambio, las expectativas de inflación y, por ello, sobre la dinámica de los precios en México. Por tanto, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, pero particularmente a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como al desempeño de la tendencia del tipo de cambio. También le dará seguimiento a la evolución del grado de holgura en la economía. Todo esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias para asegurar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento en 2015 y consolidarla.

Ante un entorno internacional complejo, es primordial que México impulse sus fuentes internas de crecimiento y mantenga sólidos fundamentos macroeconómicos. Como se ha mencionado en informes anteriores, la aprobación de las reformas estructurales encaminadas a incrementar la productividad del país es un paso importante para que éste alcance mayores tasas de crecimiento de manera sostenible. En este sentido, cabe recordar que su correcta y oportuna implementación es condición necesaria para que alcancen su potencial. Adicionalmente, también es ineludible mejorar el estado de derecho y la seguridad, incluyendo la jurídica, para generar un entorno favorable para el crecimiento.

Finalmente, es importante reiterar que para continuar garantizando la solidez del marco macroeconómico se requiere de finanzas públicas sanas y, en particular, que la deuda pública como proporción del producto se estabilice y retome una trayectoria descendente. Si bien el Gobierno Federal está realizando esfuerzos en este sentido, no sólo es preciso el cumplimiento de sus objetivos actuales, sino también una vigilancia permanente de la posición fiscal, particularmente ante un entorno incierto, que posiblemente se caracterizará por condiciones de financiamiento más astringentes. Por ello, conviene reiterar la importancia de los esfuerzos encaminados a lograr avances en la consolidación fiscal en el país. Al respecto, resalta por sus implicaciones para el crecimiento económico de largo plazo, la relevancia de la revisión integral de la estructura de gasto público para el ejercicio fiscal 2016, de modo que parta de una "base cero" (ver Recuadro Medidas de Responsabilidad Fiscal del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2014). Aun cuando dicha revisión al gasto es necesaria para eliminar duplicidades, mejorar su eficiencia y facilitar el proceso de consolidación fiscal ya mencionado, es fundamental que este ejercicio abra espacio para privilegiar el gasto en inversión y en programas con una alta rentabilidad social. Ello, con el fin de contribuir a elevar el crecimiento económico sostenido del país, a mantener un entorno de inflación baja y, como propósito de todo lo anterior, a procurar un mayor bienestar para la población.