

# Informe Trimestral

Julio – Septiembre 2015

## Resumen

**E**n cumplimiento de su mandato constitucional, al conducir la política monetaria el Banco de México procura la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Asimismo, este Instituto Central busca lograr dicho mandato al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. En los últimos años se ha progresado significativamente en la creación de un entorno de inflación baja y estable en México. Así, después de haber convergido a la meta permanente de 3 por ciento e incluso ubicarse por debajo de la misma desde mayo del presente año, la inflación general experimentó descensos adicionales y registró nuevos mínimos históricos en el trimestre objeto de este Informe. A este comportamiento de la inflación contribuyeron la postura de la política monetaria, un crecimiento económico que ha sido menor al que se tenía previsto y los efectos directos e indirectos que sobre la misma han tenido las reducciones en los precios de los insumos de uso generalizado, tales como los energéticos, las materias primas y los servicios de telecomunicación. Varias de esas reducciones han resultado de la implementación de las reformas estructurales. Hacia adelante, se prevé que la inflación continúe ubicándose por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2015.

La evolución favorable de la inflación se ha dado en una coyuntura económica difícil. En el ámbito interno, la actividad económica continuó presentando un ritmo de crecimiento moderado, por lo que prevaleció un entorno de holgura en la economía y, en consecuencia, no se presentaron presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada. Por su parte, el ajuste en precios relativos asociado a la depreciación que ha experimentado la moneda nacional en respuesta a choques externos significativos, se ha reflejado principalmente en los precios de los bienes durables. En el ámbito externo, sigue la incertidumbre respecto al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Además, el crecimiento mundial permanece en niveles bajos y existe mayor preocupación respecto a la profundidad de la desaceleración de China, todo lo cual ha continuado afectando negativamente los precios de las mercancías básicas. Esto contribuyó a que la volatilidad en los mercados financieros internacionales continuara siendo elevada y la aversión al riesgo de los inversionistas se incrementara durante el trimestre de referencia. Lo anterior se reflejó en caídas en los precios de los activos financieros a nivel global, en especial de las divisas de economías emergentes y en los índices accionarios en todo el mundo. En nuestro caso, la cotización del peso frente al dólar absorbió la mayor parte del ajuste, al registrar una elevada volatilidad con una tendencia hacia la depreciación en el tercer trimestre, aun cuando en octubre esta se revirtió parcialmente. Ante todo ello, las expectativas de inflación continuaron bien ancladas, y el traspaso de la depreciación cambiaria a precios fue muy reducido. Teniendo en cuenta estos elementos, en el periodo que cubre 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 consideró que la postura de política monetaria era conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento.

Durante el tercer trimestre de 2015, la economía mexicana continuó creciendo, pero a un ritmo moderado. En particular, la demanda externa mantuvo un débil desempeño. En cuanto al gasto interno, la inversión mostró al inicio de este periodo un menor dinamismo que en el segundo trimestre. Sin embargo, indicadores del consumo privado exhibieron una tasa de expansión mayor que en el trimestre anterior. En este contexto, 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 global ha continuado debilitándose. La modesta recuperación de las economías avanzadas y la persistente desaceleración en las emergentes, se ha visto retroalimentada a través del menor dinamismo del comercio internacional y de los mercados financieros. Ante ello, se ha observado una reducción en las perspectivas de crecimiento y una intensificación de los riesgos a

baja. Entre estos riesgos destaca la posibilidad de que un ajuste desordenado en la economía de China pueda tener mayores efectos sobre la economía global. También ha sido motivo de preocupación la recesión en Brasil con tasas de inflación extremadamente altas en medio de una crisis política, y los problemas por los que atraviesa Turquía. Es pertinente señalar que la desaceleración de las economías emergentes no responde únicamente a factores idiosincrásicos, sino que también refleja el daño de un periodo tan largo con un crecimiento por debajo de su potencial en la mayoría de las economías avanzadas.

En este entorno, se observó una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales. El posible impacto de un menor crecimiento global, en particular de las economías emergentes, sobre las perspectivas de crecimiento e inflación de las economías avanzadas, generó una mayor incertidumbre sobre el rumbo de sus posibles acciones de política económica. En particular, resalta que los participantes en los mercados anticipan un retraso en el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y un mayor relajamiento en otras economías avanzadas. Por su parte, la latente preocupación sobre las perspectivas de crecimiento de la economía China y las dudas sobre los efectos de su política económica también contribuyeron a este ambiente de elevada inestabilidad que afectó negativamente los precios de las mercancías básicas. En respuesta, durante el trimestre que se reporta se observaron caídas en los precios de los activos financieros a nivel global, en especial de las divisas de economías emergentes y de algunas economías avanzadas exportadoras de materias primas, así como en los índices accionarios de la mayoría de los países. Inclusive, los bancos centrales de algunas economías emergentes elevaron su tasa de interés de referencia debido a un repunte en la inflación explicado en algunos casos por la depreciación de sus monedas en un contexto de vulnerabilidad macroeconómica. Sin embargo, se espera que las condiciones monetarias a nivel global permanezcan extraordinariamente acomodaticias en el futuro previsible.

Ante el complicado panorama global, los mercados financieros nacionales se vieron afectados. Así, el peso se depreció frente al dólar, mientras que las tasas de interés de los bonos gubernamentales mostraron disminuciones, si bien también con cierta volatilidad.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México es:

**Crecimiento del Producto:** Para 2015, considerando que se cuenta con mayor información respecto a la evolución de la economía en el año, se reduce la amplitud del intervalo de pronóstico para el crecimiento del PIB de México de entre 1.7 y 2.5 por ciento en el Informe precedente a uno de 1.9 a 2.4 por ciento en el actual. Para 2016, se anticipa que la expansión del PIB se ubique entre 2.5 y 3.5 por ciento, mismo intervalo que en el Informe previo. Para 2017, se estima que la tasa de crecimiento se encuentre entre 3.0 y 4.0 por ciento (Gráfica 1a).

Estas previsiones de una trayectoria ascendente en la actividad económica en los años subsecuentes consideran que la actividad industrial de Estados Unidos registre un mayor crecimiento en 2016 respecto del presente año y una mejoría aún más notoria en 2017. A su vez, se considera que los avances subsecuentes en la implementación de las reformas estructurales se vean reflejados en un mayor impulso para la actividad económica en México.

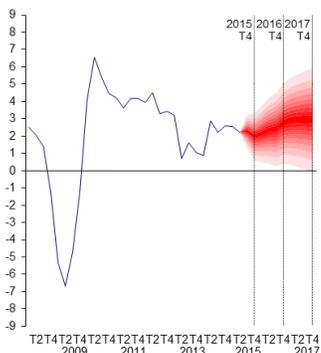
**Empleo:** Para 2015, se prevé un aumento de entre 640 y 710 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS, en comparación con la expectativa de un alza de entre 560 y 660 mil puestos en el Informe anterior, dado el comportamiento mejor al previsto en lo que va del año y que la recuperación en este indicador ha sido más vigorosa que la de la actividad económica. Para 2016, también considerando este dinamismo mayor al de la economía, se revisa al alza el incremento esperado en el número de puestos afiliados al IMSS a entre 630 y 730 mil, respecto al previsto en el Informe anterior de entre 600 y 700 mil. Para 2017, se anticipa un aumento de entre 660 y 760 mil puestos de trabajo.

**Cuenta Corriente:** Para 2015 se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 9.4 y de 30.3 miles de millones de dólares (m.m.d.), respectivamente (0.8 y 2.6 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2016, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 6.6 y de 29.8 m.m.d., respectivamente (0.6 y 2.5 por ciento del PIB, en ese orden). Para 2017 se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 9.4 y 34.9 m.m.d., respectivamente (0.7 y 2.7 por ciento del PIB, en el mismo orden).

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

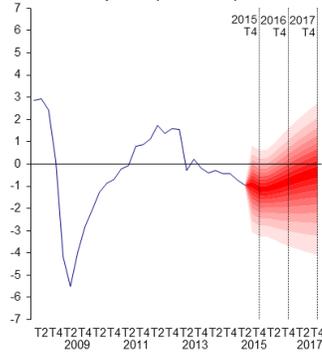
**Gráficas de Abanico 1**

a) Crecimiento del Producto, a.e. Por ciento anual



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

b) Estimación de la Brecha del Producto, a.e. Porcentaje del producto potencial



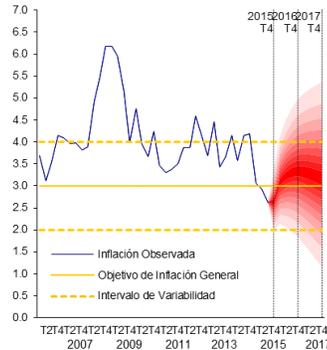
a. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas. Fuente: Banco de México

El escenario de crecimiento para el PIB de México está sujeto a diversos riesgos. Entre aquellos a la baja se encuentran los siguientes: i) un retraso en la recuperación del sector industrial en Estados Unidos; ii) una nueva caída en la producción petrolera de México y/o en su precio; iii) un deterioro de las condiciones en los mercados financieros internacionales que propicie un incremento en el costo financiero de las empresas, iv) un deterioro adicional de la confianza de los agentes económicos ante la persistencia de una economía débil y/o falta de avances en el fortalecimiento del estado de derecho; y, v) un menor dinamismo del sector automotriz a raíz de los problemas que algunos participantes del sector han experimentado a nivel global. Entre los riesgos al alza destacan: i) avances más rápidos en la implementación de las reformas estructurales; y, ii) una recuperación más acelerada que la esperada en Estados Unidos.

**Inflación:** Considerando la holgura que presenta la economía y la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda, se anticipa que tanto la inflación general, como la subyacente, se mantengan por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2015. Para 2016, se contempla que ambos indicadores observen un incremento, ubicándose en niveles cercanos a 3 por ciento. Lo anterior reflejaría el desvanecimiento del efecto de choques de oferta favorables que tuvieron lugar en 2015 y el impacto de la depreciación del tipo de cambio en los precios de algunos bienes, mas no un deterioro generalizado de la dinámica de formación de precios. Para 2017, se anticipa que se desvanezcan estos efectos y se espera una moderada tendencia a la baja, ubicándose la inflación general y subyacente a finales del año más cerca de 3 por ciento (Gráfica 2a y Gráfica 2b). La trayectoria de la inflación podría verse afectada por algunos riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que ante un nuevo deterioro de las condiciones en los mercados financieros internacionales, el peso retome una tendencia hacia la depreciación que propicie aumentos de precios en un conjunto amplio de bienes y servicios derivado de una contaminación de las expectativas de inflación. Cabe señalar que, tal y como ha sucedido en el pasado, el Banco de México estará atento a que esto no ocurra. A la baja: i) un dinamismo de la actividad económica menor al esperado; ii) que algunos insumos de uso generalizado sigan exhibiendo reducciones en sus precios, en algunos casos como resultado a la implementación de las reformas estructurales; y, iii) que la cotización de la moneda nacional revierta parte de la depreciación que acumuló en los meses previos.

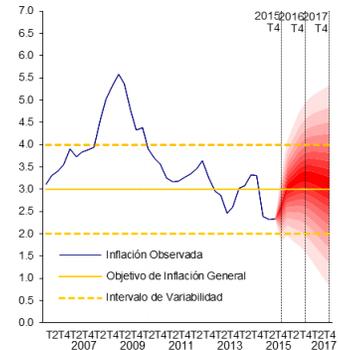
**Gráficas de Abanico 2**

a) Inflación General Anual 1/ Por ciento



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

b) Inflación Subyacente Anual 1/ Por ciento



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

Considerando lo expuesto en el presente Informe, la Junta de Gobierno del Banco de México permanecerá atenta al comportamiento de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, al traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios del consumidor, así como a la evolución del grado de holgura en la economía. Todo ello con la finalidad de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento.

Considerando el complejo entorno internacional y las perspectivas de que este prevalezca en el futuro, es crucial mantener un marco macroeconómico sólido en México. Para ello es indispensable, además de ajustar la postura de política monetaria de ser necesario, concretar los esfuerzos recientemente planteados en el ámbito fiscal, así como continuar implementando adecuada y oportunamente las reformas estructurales. Lo anterior contribuirá a preservar un ambiente de confianza en torno a la economía mexicana, distinguiéndola de otras economías emergentes, de tal manera que el componente de riesgo país en las tasas de interés permanezca en niveles bajos. Ello será fundamental ante un entorno externo en el que las condiciones financieras serán más astringentes. Así, será posible seguir avanzando en la consolidación de una economía más sólida y resistente.

El panorama descrito en este Informe destaca la importancia que para México tiene el concentrarse en la generación de fuentes internas de crecimiento. En este sentido, la aprobación de las reformas estructurales fue un paso en la dirección correcta. En el corto plazo, dichas reformas pueden tener un efecto significativo en la inversión, como ya se ha comenzado a observar, y se prevé que ello continúe en los siguientes años. Sin embargo, su mayor contribución se espera sea en el largo plazo. Una adecuada instrumentación implicaría un cambio en el funcionamiento profundo de la economía, al modificar los incentivos de los agentes económicos y propiciar un ambiente de mayor competencia que nivele las oportunidades de participación en los mercados. Además, dichas reformas correctamente implementadas podrían lograr un aumento en el capital humano y facilitarían la adopción de nuevas tecnologías. Lo anterior, en conjunto con la mejor asignación de recursos que también se esperaría, permitiría alcanzar una mayor tasa de crecimiento de la productividad. No obstante, este proceso puede tomar tiempo, por lo que a pesar de que no sean evidentes de manera inmediata sus efectos benéficos, es necesario persistir en su adecuada implementación y estar vigilantes a que continúe el proceso de cambio.

Finalmente, como se ha señalado en ocasiones anteriores, también es preciso el fortalecimiento de las instituciones y del estado de derecho, lo cual implica claramente un marco jurídico apropiado, pero sobre todo, su aplicación y cabal cumplimiento. Cabe resaltar que este fortalecimiento requiere también de un esfuerzo constante de la sociedad para que sus resultados se vean reflejados en un mayor crecimiento económico que redunde en un mayor bienestar para toda la población.