

Informe Trimestral

Octubre – Diciembre 2015

Resumen

En congruencia con su mandato constitucional, 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, observando en todo momento que esta se alcance al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. Los esfuerzos que ha realizado este Instituto Central para lograr obtener un entorno de inflación baja y estable en México, contribuyeron a que en los primeros meses de 2015 la inflación general convergiera a la meta permanente de 3 por ciento y, desde mayo de ese año, se ubicara por debajo de la misma, cerrando 2015 en 2.13 por ciento, nivel mínimo histórico desde que se mide el INPC. A lo anterior también coadyuvaron el entorno de holgura prevaleciente en la economía, así como los efectos directos e indirectos que sobre la inflación han tenido las reducciones en los precios de los insumos de uso generalizado, tales como las materias primas, los energéticos y los servicios de telecomunicación, estos dos últimos resultado en buena medida de la implementación de las reformas estructurales. El comportamiento favorable de la inflación observado durante 2015 ocurrió a pesar de la depreciación que experimentó la moneda nacional, misma que hasta el momento solo se ha reflejado en los precios de algunas mercancías que han aumentado de manera pausada y gradual, sin dar lugar a efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía.

Durante 2015 e inicios de 2016, en el ámbito interno predominó un crecimiento económico moderado, sin que se presentaran presiones de demanda agregada sobre los precios y con un sólido anclaje de las expectativas de inflación. No obstante, el entorno internacional que ha enfrentado la economía mexicana se ha caracterizado por una notoria debilidad por varios años en el ritmo de expansión de los niveles de actividad global, generando continuas revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento. Asimismo, durante 2015 se registraron episodios recurrentes de volatilidad financiera, una continua tendencia a la baja en el precio del petróleo y un alto grado de incertidumbre acerca del momento y el ritmo con el que se normalizaría la postura monetaria en Estados Unidos. Esto último a su vez contrastaba con las expectativas de un mayor grado de estímulo monetario por parte de la mayoría del resto de las economías avanzadas. Este entorno adverso se recrudeció aún más en las primeras semanas de 2016. En efecto, si bien en diciembre del año anterior se llevó a cabo el primer ajuste al objetivo para la tasa de fondos federales de la Reserva Federal, lo cual dispuso transitoriamente un elemento de incertidumbre en los mercados financieros, a inicios de 2016 se reforzó la tendencia a la baja en el precio internacional del petróleo, al tiempo que se observaron manifestaciones claras acerca de las dudas que existían en torno a las perspectivas de crecimiento y a la eficacia de las políticas económicas adoptadas en China. Asimismo, continuó prevaleciendo la expectativa de una marcada divergencia en las posturas monetarias de las economías avanzadas, aun ante la anticipación de que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos sería más gradual, lo cual continuó elevando el valor del dólar estadounidense respecto de otras monedas, especialmente de economías emergentes.

Todo lo anterior redundó en un nuevo incremento de los niveles de aversión al riesgo y de volatilidad en los mercados financieros internacionales, dando lugar a depreciaciones generalizadas de las monedas de economías emergentes, así como a un deterioro de sus indicadores de riesgo soberano. Esto último, en parte, reflejó las señales de vulnerabilidad de algunos países emergentes importantes, tales como China, Brasil y Rusia. La referida volatilidad aumentó significativamente en la primera mitad de febrero, al tiempo que el entorno externo que enfrentó la economía mexicana siguió deteriorándose. En este contexto, la moneda nacional continuó depreciándose, no únicamente como respuesta a factores que conducen a una depreciación del tipo de cambio real, tales como la caída en el precio del petróleo, sino también como resultado de la presencia de mecanismos de operación en los mercados financieros que tendieron a amplificar la respuesta negativa de la

moneda nacional ante el entorno prevaleciente. Así, en las primeras semanas de 2016 el peso presentó una depreciación más marcada a la que ya se había observado en el cuarto trimestre de 2015, a pesar de que la Reserva Federal mantuvo sin cambios la tasa de fondos federales en su decisión de enero.

En este contexto, en cada una de sus decisiones de política monetaria, la Junta de Gobierno ha procurado balancear cuidadosamente la posible influencia que podrían tener tanto los factores internos, como los externos, sobre la inflación y sus expectativas, con el objeto de evitar que los distintos eventos mencionados anteriormente pusieran en riesgo el cumplimiento de la meta del Banco Central. Así, durante gran parte de 2015 el Banco de México mantuvo la tasa de referencia de política monetaria sin cambio en 3 por ciento, nivel históricamente bajo para dicha tasa. No obstante, ante el primer aumento de la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal, la Junta de Gobierno del Banco de México, en su reunión de política monetaria del último mes de ese año, decidió realizar un ajuste al alza de 25 puntos base en el objetivo para la tasa de interés de referencia. De este modo, tomando en cuenta la integración y apertura comercial y financiera de México con el exterior y, particularmente, con Estados Unidos, el Instituto Central buscó evitar que el diferencial de las tasas de interés ajustado por riesgo con Estados Unidos se comprimiera. Por su parte, en su reunión del 4 de febrero, al igual que la Reserva Federal y considerando que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo continuaba siendo congruente con la convergencia de esta a la meta permanente, decidió mantener sin cambio dicho objetivo. No obstante, a partir de esa reunión de política monetaria, la volatilidad en los mercados financieros internacionales se exacerbó y el entorno externo que enfrentó la economía mexicana siguió deteriorándose. Lo anterior tuvo un impacto negativo adicional sobre la cotización de la moneda nacional, aumentando con ello la probabilidad de que surgieran expectativas de inflación que no estuvieran en línea con la consolidación del objetivo permanente de 3 por ciento. Ante ello, en una reunión extraordinaria, la Junta de Gobierno decidió el 17 de febrero incrementar en 50 puntos base el objetivo para la tasa de interés de referencia a un nivel de 3.75 por ciento. Dicho ajuste formó parte de un conjunto de medidas anunciadas en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Comisión de Cambios con el propósito de contribuir a reforzar los fundamentos económicos del país y coadyuvar a anclar el valor de la moneda nacional. En particular, la Comisión de Cambios decidió suspender las subastas diarias de moneda extranjera, anunciando a su vez que en casos excepcionales podría intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario, ratificando que el elemento clave para procurar el anclaje de la moneda nacional sería la preservación de fundamentos macroeconómicos sanos. En ese contexto se debe evaluar el aumento en el objetivo de la tasa de interés de referencia, y el recorte de gasto anunciado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público por 132.3 miles de millones de pesos.

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

Crecimiento del Producto: Durante 2015, la economía mexicana registró un desempeño ligeramente más favorable del que anteriormente podía apreciarse. Así, el PIB de 2015 en su conjunto registró un crecimiento de 2.5 por ciento, cifra ligeramente por encima del límite superior del intervalo de pronóstico previsto en el Informe anterior. No obstante, para 2016 y 2017 se prevé un entorno externo más complejo que el previsto en el Informe anterior. En particular, se estima un menor dinamismo de la demanda externa respecto a lo previamente anticipado, principalmente ante la revisión a la baja en los pronósticos para la actividad industrial de Estados Unidos y la desaceleración en la actividad económica mundial. Así, para 2016 el intervalo de pronóstico para el crecimiento del PIB de México se revisa a la baja con respecto al Informe anterior, de uno de entre 2.5 y 3.5 por ciento, a uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento (Gráfica 1a). De manera similar, para 2017 se ajustan las

Resumen

previsiones para ubicar la tasa de expansión del PIB entre 2.5 y 3.5 por ciento, en comparación con el intervalo de 3.0 a 4.0 por ciento en el Informe previo.

Las previsiones anteriores toman en cuenta que los ajustes anunciados el 17 de febrero refuerzan los fundamentos económicos del país. En particular, estos ajustes contribuirán a dar confianza a los inversionistas respecto al compromiso de México de mantener un marco macroeconómico sólido y de su capacidad para actuar oportunamente ante las dificultades del entorno externo.

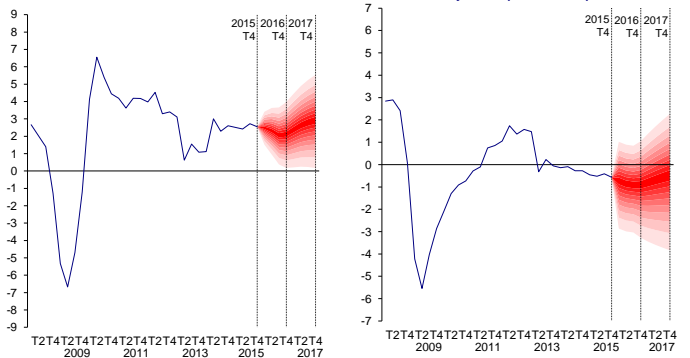
Empleo: En congruencia con el ajuste en los pronósticos de actividad económica, se revisan a la baja las expectativas para el crecimiento del número de puestos de trabajo afiliados en el IMSS. Para 2016, se espera un aumento de entre 610 y 710 mil puestos (aumento de entre 630 y 730 mil plazas laborales en el Informe anterior). Para 2017, se espera un incremento de entre 650 y 750 mil plazas laborales (intervalo de 660 a 760 mil plazas laborales en el Informe precedente).

Cuenta Corriente: En 2015, la balanza comercial registró un déficit de 14.5 miles de millones de dólares (1.3 por ciento del PIB). El déficit de la cuenta corriente alcanzó 32.4 miles de millones de dólares (2.8 por ciento del PIB), cifra que se compara con la de 24.8 miles de millones de dólares (1.9 por ciento del PIB) en 2014. El cambio entre el saldo de la cuenta corriente en 2014 y en 2015 se explica fundamentalmente por el deterioro en la balanza petrolera (la cuenta corriente excluyendo la balanza petrolera presentó un déficit de 2.0 por ciento del PIB en 2014, cifra similar a la observada en 2015). Para 2016, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 12.0 y de 30.3 miles de millones de dólares, respectivamente (1.2 y 2.9 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2017, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.1 y 33.5 miles de millones de dólares, respectivamente (1.2 y 2.9 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Las previsiones de crecimiento indican que no habrá presiones provenientes de la demanda agregada sobre la inflación ni sobre las cuentas externas. Así, se anticipa que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo 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



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

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

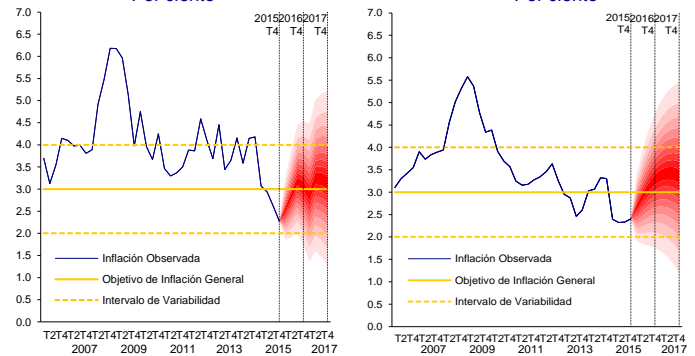
El escenario de crecimiento para el PIB de México está sujeto a diversos riesgos. Entre los riesgos a la baja más importantes destacan los siguientes: i) una actividad industrial de Estados Unidos incluso menor que la esperada; ii) que los precios del petróleo no se recuperen; y, iii) que se acentúe todavía más la volatilidad en los mercados financieros. Entre los riesgos al alza destacan: i) una actividad industrial de Estados Unidos mejor a la esperada, lo que aunado a un ajuste más ordenado del tipo de cambio real, lleve a un incremento significativo de nuestras exportaciones no petroleras; y, ii) que la implementación de las reformas estructurales tenga efectos más favorables y en un menor plazo sobre la inversión.

Inflación: Se anticipa que en 2016 la inflación general anual aumente y que alcance temporalmente niveles ligeramente superiores a 3 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre, para luego cerrar el año cerca de dicho nivel. Esta trayectoria considera el desvanecimiento de los choques de oferta favorables que tuvieron lugar a principios de 2015, los ajustes en precios relativos derivados de la depreciación cambiaria, así como el cambio en la determinación de los precios de la gasolina y, en consecuencia, en su estacionalidad, la cual implicaría precios más altos de este combustible durante el segundo y tercer trimestre, pero más bajos durante el primer y cuarto trimestre del año. En el caso de la

inflación subyacente anual, se espera que aumente gradualmente a lo largo del año como resultado del ajuste en precios relativos mencionado, para también finalizar 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se estabilicen alrededor del objetivo permanente de inflación. Cabe señalar que esta previsión no significa un deterioro generalizado en el proceso de formación de precios, sino que refleja los efectos esperados sobre la inflación de los factores antes mencionados (Gráfica 2a y Gráfica 2b). La previsión para la trayectoria de la inflación podría verse afectada por algunos riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza: i) que retorne la depreciación de la moneda nacional, lo cual pudiera llegar a contaminar las expectativas de inflación y conducir a aumentos de precios de los bienes no comerciables; y, ii) un dinamismo de la actividad económica mayor al anticipado, lo cual podría conducir a que la brecha del producto se cierre más rápido que lo previsto. No obstante, se estima que dicho riesgo se materializaría gradualmente. A la baja: i) que como resultado de las reformas estructurales, algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y los energéticos, exhiban bajas adicionales en sus precios; y, ii) que se revierta cuando menos parte de la depreciación reciente de la moneda nacional, como ya ha venido sucediendo.

Gráficas de Abanico 2

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



1/ Promedio trimestral.

Fuente: Banco de México e INEGI.

1/ Promedio trimestral.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Considerando lo expuesto en el presente Informe, el 17 de febrero la Junta de Gobierno aclaró que, si bien su última decisión de política monetaria no inicia un ciclo de contracción monetaria, hacia adelante permanecerá atenta al comportamiento de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en especial al del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Asimismo, sostuvo que se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Todo ello 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.

Ante el aumento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales y el deterioro en el entorno externo que enfrenta la economía de México, las autoridades mexicanas actuaron el 17 de febrero de 2016 de manera oportuna y coordinada con el objeto de aplicar la serie de medidas de ajuste mencionadas más arriba que contribuyeran a reforzar los fundamentos macroeconómicos del país. El hecho de que la reacción de las autoridades haya sido rápida ante las condiciones más desfavorables y coordinada entre las distintas instituciones del Estado mexicano permitirá que las medidas sean más efectivas para lograr simultáneamente garantizar la estabilidad financiera del país y generar un entorno más propicio para un crecimiento económico más elevado.

Adicionalmente, se recalca la importancia de contar con fuentes de crecimiento internas, particularmente en un contexto de debilidad económica mundial y bajo volumen de comercio global. De implementarse adecuadamente, y en adición a los beneficios directos sobre el bienestar de la población mexicana, las reformas estructurales permitirían distinguir aún más a la economía mexicana de otros países emergentes y consolidar un mayor ritmo de crecimiento en el mediano plazo. De manera relacionada, y como se ha señalado en Informes previos, es necesario fortalecer el estado de derecho y garantizar la seguridad jurídica. Ello permitiría potenciar el efecto sobre el crecimiento que las reformas estructurales tengan, además de directamente atraer mayor inversión al país.