

# Informe Trimestral

*Abril – Junio 2015*

## Resumen

**E**n congruencia con su mandato constitucional, la conducción de la política monetaria por parte del Banco de México se enfoca en procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, si bien observando en todo momento que esta se alcance al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. Como resultado del esfuerzo del Instituto Central en los últimos años para lograr el abatimiento de la inflación, durante el presente año se ha logrado alcanzar su convergencia al objetivo permanente de 3 por ciento. Inclusive, en el trimestre materia de este Informe, la inflación alcanzó niveles mínimos históricos y se mantiene por debajo de la referida meta, donde se anticipa que permanezca durante el resto del año.

Los resultados en materia de control de la inflación se han logrado en un entorno particularmente complejo dada la coyuntura que el Instituto Central ha venido enfrentando en cuanto a la conducción de la política monetaria en México. Por un lado, en el ámbito interno, ante el bajo ritmo de crecimiento de la actividad económica prevalecen condiciones de holgura en la economía, por lo que no se han observado presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda. En este entorno, la inflación ha mostrado una evolución favorable, a lo cual han contribuido también, tanto directa como indirectamente, las bajas en los precios de insumos de uso generalizado como los energéticos, las materias primas y los servicios de telecomunicaciones. Por otro lado, en el ámbito externo, si bien un incremento en la tasa de fondos federales en respuesta a mejores perspectivas económicas en Estados Unidos tenderá a favorecer a la economía mundial y particularmente a México, la incertidumbre sobre el inminente inicio de la normalización de la política monetaria en ese país, junto con la situación económica en Grecia, los problemas en los mercados financieros en China y la disminución en los precios de las materias primas, en particular del petróleo, contribuyeron a elevar la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Ello, en adición a una menor plataforma de producción de petróleo en México, dio lugar a que el peso mexicano registrara una depreciación considerable frente al dólar estadounidense. Aun así, el traspaso de la depreciación cambiaria a los precios ha sido limitado, manifestándose principalmente en los precios de los bienes durables, sin dar lugar a efectos de segundo orden. Ante ello, el Instituto Central se ha mantenido alerta para que el ajuste en precios relativos que dicha depreciación conlleva no contamine las expectativas de inflación. En efecto, las correspondientes a horizontes de largo plazo se han mantenido bien ancladas, mientras que aquellas para el cierre de 2015 y 2016 han disminuido. Tomando en consideración todos 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 estimó que la postura monetaria fue conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento.

La actividad económica de México continuó presentando un bajo ritmo de expansión. En particular, la demanda externa mantuvo un débil desempeño, a la vez que algunos indicadores de la demanda interna registraron tendencias de crecimiento moderadas. En este contexto, perduran condiciones de holgura en la economía, por lo que no se anticipan presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos, ni sobre las cuentas externas.

La economía mundial experimentó en el trimestre objeto de este Informe una recuperación moderada con respecto a la debilidad observada en el trimestre previo. Ello provino del fortalecimiento de la demanda interna de las economías avanzadas, que fue apoyada por la continuación de políticas monetarias altamente acomodaticias. En el caso particular de Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica estuvo apoyada por una mejoría en el consumo. No obstante, al igual que en el primer trimestre, la producción industrial continuó mostrando señales de debilidad. Por su parte, la inflación mundial y sus expectativas se mantuvieron por debajo de los objetivos de la mayoría de los bancos centrales.

Los mercados financieros internacionales experimentaron una elevada volatilidad debido a los factores mencionados. Ello contribuyó a que el dólar estadounidense presentara una apreciación frente a prácticamente todas las monedas, tanto de economías avanzadas como emergentes, a menores flujos de capital hacia estas últimas y a condiciones financieras menos favorables. Hacia adelante, el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos en respuesta a mejores perspectivas para la economía de ese país se anticipa que apoye el dinamismo de la actividad económica global incluyendo a las economías emergentes, en particular México dada su integración comercial con la economía estadounidense. No obstante, dada la incertidumbre sobre los posibles efectos del inicio del referido proceso de normalización sobre la reasignación de portafolios de nivel internacional y la perspectiva de que los precios de los bienes primarios permanezcan en niveles bajos, se prevé que las economías emergentes enfrenten condiciones de financiamiento menos accesibles.

Así, la persistencia de elevados niveles de volatilidad en los mercados financieros del exterior se vio reflejada en los mercados nacionales. Si bien no se observaron salidas netas de capitales, el ajuste en la exposición de riesgos del portafolio de los inversionistas generó una mayor demanda por coberturas cambiarias en los mercados de derivados, lo cual contribuyó a que el peso experimentara una depreciación frente al dólar. Al respecto, conviene señalar que la depreciación del tipo de cambio nominal, en un contexto de expectativas de inflación bien ancladas y bajo traspaso de los movimientos cambiarios a los precios, ha propiciado que la depreciación del tipo de cambio real, asociada entre otros factores a la expectativa de aumento de tasas de interés en Estados Unidos y a la reducción que en el último año registraron el precio del petróleo y la plataforma de producción, se lleve a cabo de manera eficiente, ilustrando así la fortaleza del marco macroeconómico del país. Otra muestra de ello se observó en el mercado de deuda, donde las tasas de interés de los bonos soberanos de México mantuvieron una correlación positiva con aquellas de Estados Unidos, dando lugar a que las tasas de interés de mediano y largo plazo registraran únicamente ligeros incrementos.

Teniendo en consideración la posibilidad de que la volatilidad en los mercados financieros externos continúe o incluso que se agudice, es fundamental reforzar el marco macroeconómico en nuestro país. Para ello, sería necesario consolidar los esfuerzos recientes en el ámbito fiscal y ajustar oportunamente la postura de política monetaria. Esto contribuiría a mantener la confianza en la economía de México y, por consiguiente, a que el componente de primas de riesgo en las tasas de interés permanezca en niveles bajos, lo que sería crucial ante un entorno externo en el que las condiciones financieras serán más astringentes.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México es:

**Crecimiento del Producto:** Para 2015 el pronóstico de crecimiento del PIB de México se revisa de un intervalo de entre 2.0 y 3.0 por ciento a uno de 1.7 a 2.5 por ciento. Para 2016, se prevé que la expansión del PIB se ubique entre 2.5 y 3.5 por ciento, mismo intervalo que en el Informe previo (Gráfica 1a). Esta previsión se basa, por un lado, en que el ritmo de crecimiento de la actividad económica en México en el primer semestre de 2015 fue menor que lo esperado, reflejo de un débil desempeño de la actividad industrial al tiempo que los componentes de la demanda interna registraron un crecimiento moderado. Por otro lado, hacia adelante se prevé que la actividad económica en México mejore en la segunda parte del año, aunque a un menor ritmo que lo anticipado en el Informe anterior. Se espera que el crecimiento de la demanda interna continúe siendo moderado, de manera que la recuperación estaría asociada principalmente a una mayor producción manufacturera de México, reflejo a su vez de mayores exportaciones de este sector

## Resumen

ante una mejoría en la actividad industrial de Estados Unidos y la depreciación real del peso respecto al dólar.

Para 2016, se anticipa que la implementación de las reformas estructurales se vea reflejada gradualmente en un mayor dinamismo de la inversión que acompañe la recuperación moderada que ha venido presentando el consumo. Adicionalmente, se espera que siga la recuperación de la actividad industrial de Estados Unidos y consecuentemente de las exportaciones de México.

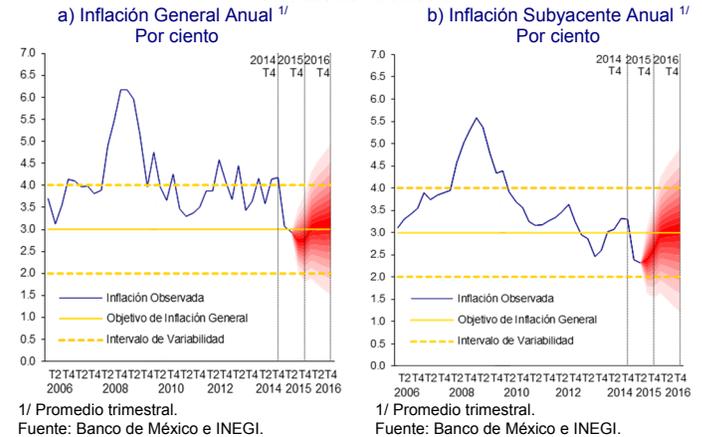
**Empleo:** En congruencia con el ajuste en los pronósticos de crecimiento económico para 2015, las previsiones para el incremento del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS también se revisan a la baja para ese año a un aumento de entre 560 y 660 mil puestos de trabajo (alza de entre 580 y 680 mil en el Informe anterior). Para 2016, se espera un incremento de entre 600 y 700 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS, mismo intervalo que en el Informe anterior.

**Cuenta Corriente:** Para 2015, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 6.0 y de 30.6 miles de millones de dólares, respectivamente (0.5 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 6.3 y de 31.8 miles de millones de dólares, respectivamente (0.5 y 2.5 por ciento del PIB, en ese orden).

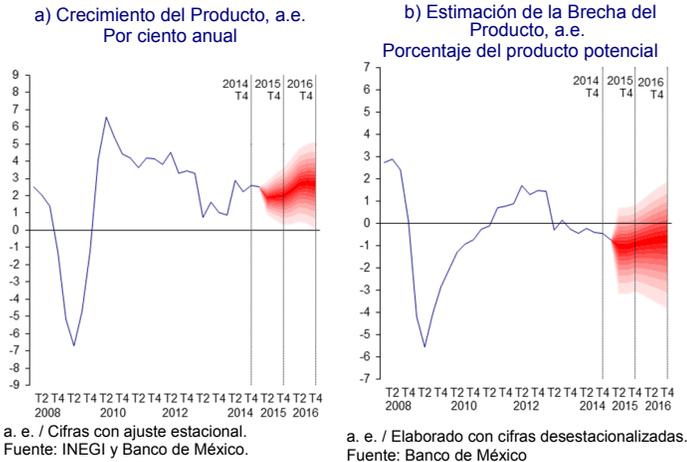
Dadas las previsiones descritas, no se anticipan presiones sobre la inflación ni sobre las cuentas externas provenientes del comportamiento de la demanda agregada. En particular, se anticipa que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo en el horizonte de pronósticos aunque con una tendencia gradual a cerrarse (Gráfica 1b).

algunos riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza, que la depreciación del peso se incremente y que esta se traspase a los precios de los bienes no comerciables, lo que pudiera contaminar las expectativas de inflación. A la baja: i) un dinamismo de la actividad económica todavía menor al previsto; y, ii) disminuciones adicionales en los precios de la energía y/o en los servicios de telecomunicaciones.

### Gráficas de Abanico 2



### Gráficas de Abanico 1



El escenario de crecimiento para el PIB está sujeto a diversos riesgos. Entre aquellos a la baja se encuentran: i) que las exportaciones manufactureras sigan registrando un bajo dinamismo en caso de que el sector industrial en Estados Unidos mantenga un débil desempeño; ii) un deterioro en las perspectivas de los inversionistas ante la falta de resultados favorables en torno a la implementación de la reforma energética y/o ante un debilitamiento adicional en la percepción sobre el estado de derecho; iii) que la recuperación de la plataforma petrolera en México se retrase y esto afecte el dinamismo del sector industrial en el país; y, iv) un incremento adicional en la volatilidad en los mercados financieros internacionales que deteriore las condiciones de acceso a financiamiento externo para la economía mexicana.

Entre los riesgos al alza para el escenario de crecimiento destacan: i) un mayor dinamismo del sector exportador ante una recuperación de la demanda externa mayor a la prevista; y, ii) avances más satisfactorios en la implementación de las reformas estructurales y/o en el fortalecimiento del estado de derecho.

**Inflación:** Tomando en consideración la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada, así como las lecturas recientes de la inflación, se prevé que esta continúe mostrando una evolución favorable en lo que resta del año y durante 2016. Así, 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 tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen en niveles cercanos a 3 por ciento (Gráfica 2a y Gráfica 2b). La previsión para la trayectoria de la inflación podría verse afectada por

Considerando lo expuesto en el presente Informe, hacia adelante la Junta de Gobierno del Banco de México permanecerá vigilante al comportamiento de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular al desempeño del tipo de cambio, a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como a la evolución del grado de holgura de 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 de 3 por ciento.

Ante el complejo entorno internacional y las perspectivas de que este prevalezca en el futuro, es fundamental reforzar el marco macroeconómico para que contribuya a mantener la confianza en la economía de México. Para ello, en adición a ajustar oportunamente la postura de política monetaria, se requiere del fortalecimiento estructural de las finanzas públicas, el cual cobra mayor relevancia ante la importante disminución que han registrado los precios y la producción de petróleo. En particular, es indispensable que la razón deuda pública a PIB se establezca en niveles que sean sostenibles en el mediano y largo plazos, para lo cual es fundamental el cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal que ha planteado el Gobierno Federal, así como esfuerzos permanentes para mantener finanzas públicas sanas.

Por otra parte, la confianza en la economía mexicana también debe verse fortalecida con mayores tasas de crecimiento de manera sostenida. Para ello, la productividad en el país debe expandirse a un mayor ritmo, lo cual a su vez, tiene como condición necesaria que se tengan avances claros en la implementación de las reformas estructurales. En efecto, se espera que la correcta implementación de las reformas educativa, de competencia económica, de telecomunicaciones, la energética y la financiera, redunden en un esquema de incentivos que conduzca a ganancias en productividad que se vean reflejadas en un mayor bienestar para la población en general. Un ejemplo es la política de competencia cuya aplicación a mercados específicos podría reducir en menores precios y con ello tener un efecto importante en el bienestar de los hogares y, en particular, en aquellas personas de menores ingresos y/o en condiciones de pobreza.

Finalmente, la evidencia internacional y en particular el reciente desarrollo de la crisis política y económica en Grecia y en la zona del euro han puesto en evidencia que la fortaleza de las instituciones es crucial para respaldar el buen funcionamiento de la economía. Es por ello que México debe llevar a cabo esfuerzos adicionales encaminados a fortalecer las instituciones y el estado de derecho, ya que, por ejemplo, la falta de seguridad pública tiene efectos negativos sobre la confianza, inhibe una asignación eficiente de recursos en la economía y dificulta el crecimiento de la actividad económica. En la medida en que México se mueva en esta dirección será posible detonar el potencial que la economía del país tiene para lograr un crecimiento económico más acelerado en un entorno de inflación baja y estabilidad financiera.