

# Informe Trimestral

Julio - Septiembre 2014

## Resumen

Por mandato constitucional, la política monetaria en México se enfoca a procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Como resultado de ello, en los últimos años se han logrado avances significativos en el abatimiento de la inflación, tales como una reducción en su nivel y volatilidad, una ausencia de efectos de segundo orden ante cambios en precios relativos, expectativas de inflación mejor ancladas y una disminución en la prima de riesgo inflacionario. Dichos avances han significado una mayor efectividad de la política monetaria. En este sentido, en los últimos dos años, ante un entorno favorable para la inflación, caracterizado por una trayectoria convergente hacia el objetivo permanente, expectativas de inflación de mediano y largo plazo estables y condiciones de holgura en la economía, la Junta de Gobierno aprovechó la coyuntura para ajustar la postura de política monetaria y apoyar la recuperación de la actividad económica. Así, entre marzo de 2013 y junio de 2014 disminuyó la tasa de interés de referencia 150 puntos base, actuando en todo momento en línea con su mandato prioritario sin comprometer el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

En el tercer trimestre de 2014 la inflación general anual alcanzó niveles por arriba de 4 por ciento, principalmente, como reflejo del desvanecimiento del efecto de una elevada base de comparación en el subíndice de frutas y verduras y del aumento en el precio relativo de algunos productos cárnicos. Por su parte, la actividad económica en México continuó recuperándose, aunque a un ritmo más moderado respecto al trimestre previo. Este comportamiento refleja el dinamismo de la demanda externa proveniente principalmente de Estados Unidos, así como una lenta reactivación de la demanda interna. De acuerdo a lo anterior, en el trimestre que se reporta persistieron condiciones de holgura en la economía, si bien se estima que éstas seguirán disminuyendo en los siguientes trimestres. En congruencia, no se han percibido presiones sobre los mercados laborales y crediticios.

El entorno internacional actual se ha tornado especialmente complicado e incierto, lo cual implica la necesidad de ser más cautelosos en la conducción de la política macroeconómica en el país. En primer lugar, la economía mundial continuó mostrando signos de debilidad en el tercer trimestre, a la vez que se observó una disminución de la inflación a nivel global. En Japón y la zona del euro la actividad económica se mantuvo débil, mientras que en Estados Unidos y Reino Unido continuó expandiéndose. En consecuencia, las expectativas para la postura de política monetaria de las principales economías avanzadas siguieron direcciones opuestas durante el periodo que cubre este Informe. La Reserva Federal reafirmó su estrategia de un retiro gradual del estímulo monetario, mientras que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón anunciaron medidas adicionales de relajamiento monetario. En algunas de las principales economías emergentes también se observó un menor dinamismo de la actividad económica, destacando Brasil, China y Rusia. En segundo lugar, la preocupación sobre el panorama de la economía mundial y la incertidumbre sobre la posible respuesta de política monetaria de las principales economías avanzadas, aunado a los riesgos geopolíticos y la alarma causada por la evolución de la epidemia del ébola, provocaron un fuerte repunte en la volatilidad en los mercados financieros internacionales en el periodo referido, lo cual tuvo consecuencias desfavorables sobre los precios de los activos y las monedas de las economías emergentes. Al respecto, resalta una mayor preocupación por la posibilidad de que la debilidad en el crecimiento global, que ha sido menor al esperado durante los últimos años, sea reflejo de problemas estructurales en la economía mundial más que de factores cíclicos. Finalmente, también es relevante mencionar que este entorno condujo a caídas en los

precios internacionales de diversas mercancías básicas, entre ellas del petróleo.

Los importantes ajustes en los mercados financieros internacionales se reflejaron en los de nuestro país. Hasta el momento, dichos ajustes se han dado de manera ordenada y bajo condiciones adecuadas de liquidez. En particular, en el periodo objeto de este Informe, el peso registró una depreciación, el índice de la Bolsa Mexicana de Valores presentó volatilidad y las tasas de interés a diversos plazos mostraron incrementos marginales, aunque en el año en su conjunto éstas han caído. De hecho, los movimientos en las variables financieras en México fueron de menor magnitud que en la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, no se puede descartar la posibilidad de ajustes adicionales en los mercados financieros nacionales, por lo que persiste la necesidad de mantenerse atentos ante cualquier evento que pudiese influir en la estabilidad de la economía nacional. En particular, se debe de mantener prudencia en la conducción de las políticas económicas, especialmente la fiscal, la monetaria y la financiera, para evitar riesgos para la estabilidad macroeconómica y del sistema financiero del país. Esto cobra mayor relevancia en un contexto en el cual la caída de los precios del petróleo, de perdurar por un periodo prolongado, puede constituir un riesgo adicional sobre las cuentas externas y sobre las finanzas públicas del país.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México es:

**Crecimiento del Producto:** La reactivación que registró la economía mexicana en el segundo trimestre continuó durante el tercero, aunque de manera moderada. Se sigue previendo que este dinamismo persista hacia adelante, sustentado, principalmente, por el impulso de la demanda externa, así como por una paulatina recuperación del gasto interno. De este modo, se espera que la tasa de crecimiento del PIB de 2014 se ubique entre 2.0 y 2.5 por ciento, rango que se compara con el intervalo reportado en el Informe precedente de entre 2.0 y 2.8 por ciento (Gráfica 1a). El menor dinamismo esperado para 2014 junto con la previsión de que continúe el impulso de la demanda externa y la reactivación de la interna, sugiere que en 2015 la tasa de expansión del PIB podría situarse entre 3.0 y 4.0 por ciento. Sin embargo, se anticipa que, de implementarse adecuadamente las reformas estructurales, éstas vayan teniendo un efecto positivo gradual sobre el crecimiento económico, lo que podría dar un intervalo de tasas de crecimiento mayores para 2016. En este sentido, el intervalo de pronóstico para 2016 se ubicaría de 3.2 a 4.2 por ciento.

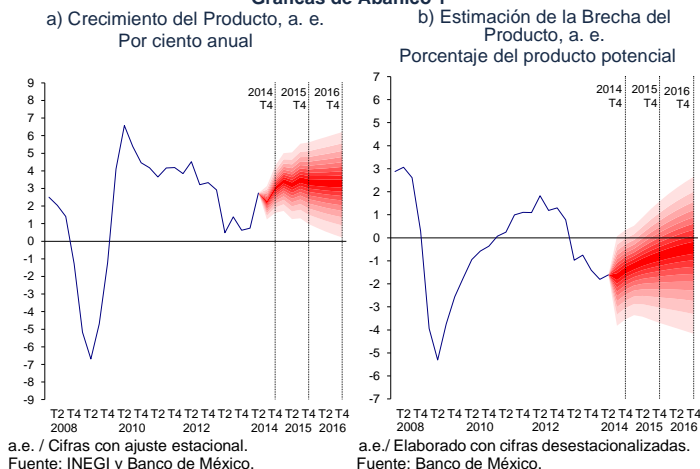
**Empleo:** Tomando en cuenta que el dinamismo mostrado por el número de trabajadores asegurados en el IMSS ha continuado superando al de la actividad económica, el pronóstico para el crecimiento del empleo formal en 2014 se ubica entre 640 y 710 mil trabajadores. Para 2015 se anticipa un aumento de entre 620 y 720 mil trabajadores. Para 2016, en parte como reflejo de la implementación de las reformas estructurales, se estima que el número de trabajadores asegurados en el IMSS muestre un comportamiento más favorable, por lo que se prevé un intervalo de entre 640 y 740 mil trabajadores.

**Cuenta Corriente:** Para 2014, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 4.0 y 26.0 miles de millones de dólares (m.m.d.), respectivamente (0.3 y 2.0 por ciento del PIB, respectivamente). Para 2015, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 11.5 y 34.4 m.m.d., respectivamente (0.8 y 2.5 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2016, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 15.5 y 38.8 m.m.d., respectivamente (1.0 y 2.6 por ciento del PIB, respectivamente).

Si bien se anticipa que, debido a la fuerte desaceleración que presentó la actividad productiva a finales de 2013 y principios de

2014 persistan condiciones de holgura en la economía, también se estima que éstas continúen reduciéndose en el horizonte de pronóstico, dado el dinamismo que se anticipa para la actividad económica (Gráfica 1b). A pesar de ello, no se esperan presiones sobre la inflación derivadas del comportamiento de la demanda agregada.

Gráficas de Abanico 1



Entre los riesgos a la baja asociados a las previsiones para el crecimiento del PIB destacan: i) un crecimiento de la economía mundial menor al previsto, particularmente de Estados Unidos; ii) una disminución adicional en el precio internacional del petróleo o en la plataforma de producción que pueda afectar las cuentas externas del país y las finanzas públicas, haciendo necesario un ajuste al gasto público en 2015; iii) una intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales; y, iv) incertidumbre causada por los acontecimientos sociales recientes que pudiera afectar la actividad económica.

El pronóstico de crecimiento también está sujeto a riesgos al alza, entre los que destacan: i) una recuperación de la economía de Estados Unidos más vigorosa que la anticipada; y, ii) avances acelerados en la implementación de las primeras etapas de las reformas estructurales, en particular de la energética, que propicien una inversión mayor a la esperada.

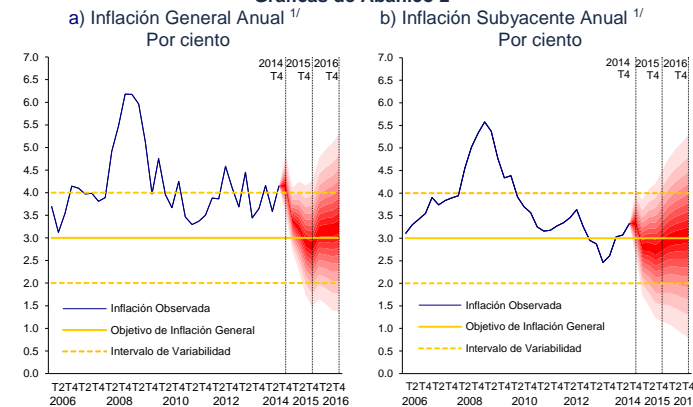
**Inflación:** Teniendo en consideración que el efecto de los recientes choques de oferta sobre la inflación se espera sea de naturaleza transitoria y que hasta ahora no se han presentado efectos de segundo orden, se prevé que la inflación general anual disminuya en diciembre para cerrar el año alrededor de 4 por ciento. A principios de 2015, se espera que la inflación general anual se reduzca considerablemente al deshacerse el efecto aritmético asociado a los cambios en precios relativos derivados de las modificaciones fiscales de principios de 2014 y al eliminarse los cobros por larga distancia telefónica nacional, lo que en conjunto con un menor incremento en los precios de las gasolinas, hacen prever que la inflación general anual se ubicará alrededor de 3 por ciento a partir de mediados de año (Gráfica 2a). Para la inflación subyacente anual, las previsiones para 2014 apuntan a que ésta se mantenga cercana a 3 por ciento y por debajo de ese nivel en 2015 (Gráfica 2b). Para 2016, se espera que tanto la inflación general como la subyacente se ubiquen en niveles cercanos a 3 por ciento.

Es importante señalar que la disminución en la tasa de crecimiento del precio de las gasolinas es un elemento clave para el proceso de determinación de precios en la economía, y fundamental para la convergencia de la inflación a su meta permanente y el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

La previsión antes descrita para la trayectoria de la inflación se encuentra sujeta a diversos riesgos. A la baja destacan: i) la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica en el país resulte menor a la anticipada; y, ii) mayores disminuciones en los precios de los servicios de telecomunicaciones. Dentro de los riesgos al alza destacan: i) episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales que impliquen ajustes al tipo de cambio con su consecuente efecto sobre la inflación. No

obstante, en caso de ocurrir, se esperaría un efecto moderado y transitorio sobre la inflación debido al bajo traspaso de las variaciones cambiarias a los precios; y, ii) la posibilidad de aumentos significativos en los salarios mínimos superiores a la inflación y al incremento en la productividad esperados.

Gráficas de Abanico 2



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

Teniendo en cuenta lo expuesto, durante el periodo que cubre este Informe, la Junta de Gobierno mantuvo en 3.0 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estimó que la postura monetaria era congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento. Hacia adelante, la Junta se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. En particular, vigilará la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista, incluyendo los efectos que la implementación de las reformas estructurales pudiera tener sobre la oferta y demanda agregadas de la economía nacional. Asimismo, la Junta también se mantendrá vigilante de la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos. Todo esto con el fin de alcanzar la meta de inflación señalada.

Como se señaló en el Informe anterior, es alentador que haya culminado la etapa legislativa del reciente proceso de reformas estructurales encaminadas a incrementar la productividad del país, pues se prevé que éstas tengan un impacto positivo sobre el crecimiento potencial de México. Se anticipa que sus efectos se vayan reflejando gradualmente y que se hagan más evidentes en el mediano plazo, si bien es pertinente recordar que para que las reformas alcancen su potencial, es necesario garantizar que sean implementadas adecuadamente. También es necesario reiterar que se debe continuar con el proceso de mejora del marco institucional, así como con el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos, con el objetivo de que el país alcance tasas de crecimiento más altas, mejores empleos y un mayor bienestar para la población. Esto último cobra una mayor significancia ante la expectativa de que el entorno externo continúe siendo bastante incierto. Al respecto, conviene recordar que los beneficios de los esfuerzos que se han hecho en esta dirección en los últimos años se han palpado en los episodios recientes de volatilidad en los mercados financieros internacionales, los cuales han podido ser absorbidos por nuestra economía sin mayores consecuencias.

Finalmente, es importante reiterar la gran relevancia que, para mejorar la eficiencia de la economía y para potenciar los efectos benéficos de las reformas estructurales sobre el crecimiento potencial, el empleo y el bienestar de la población, tiene el lograr una mejoría significativa del marco institucional en el país. En efecto, una transformación institucional que mejore el estado de derecho, la seguridad jurídica y, en general, la fortaleza de las instituciones con las cuales se rigen la sociedad en su conjunto y los agentes económicos en particular, no sólo redundará en un mejor desempeño económico y una mayor armonía social, sino que también se traducirá en un aprovechamiento más adecuado de los beneficios de las reformas estructurales y una mejor distribución de dichos beneficios entre la población del país.