

En los últimos meses, el entorno económico mundial se ha visto afectado por dos choques: una caída significativa en los precios del petróleo y una apreciación generalizada del dólar, ante la divergencia en el ritmo de crecimiento económico y en las posturas de política monetaria de las principales economías avanzadas.

1. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

1.1. Perspectiva económica internacional

En los últimos meses, el entorno económico mundial se ha visto afectado por dos choques: una caída significativa en los precios del petróleo y una apreciación generalizada del dólar, ante la divergencia en el ritmo de crecimiento económico y en las posturas de política monetaria de las principales economías avanzadas. Por una parte, en Estados Unidos la recuperación económica se ha venido consolidando. Por otra, la zona del euro y Japón continúan mostrando señales de debilidad. En este contexto, tuvo lugar un aumento significativo en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, lo cual ha acentuado las vulnerabilidades de algunas economías emergentes.

Estados Unidos

Con respecto a la actividad económica en Estados Unidos, su crecimiento continuó siendo impulsado por la expansión del consumo privado, el cual a su vez se ha visto apoyado por los menores precios de la energía. Por su parte, la producción industrial siguió expandiéndose a tasas elevadas, en particular la manufacturera. En este contexto, la tasa de desempleo en ese país siguió mostrando una tendencia decreciente, alcanzando 5.6 por ciento en diciembre. Esto último en ausencia de presiones al alza sobre los salarios.

Zona euro

En la zona del euro, el crecimiento

económico se mantuvo débil durante el cuarto trimestre, ante la persistente atonía de la inversión privada y los ajustes en los balances de los sectores públicos y privados. Por su parte, en Japón, la información disponible sugiere un crecimiento moderado en el mismo periodo, luego de dos trimestres consecutivos presentando caídas. En el caso de las economías emergentes, las perspectivas de crecimiento se han revisado en general a la baja, aunque de manera diferenciada entre países y regiones, debido a la continua debilidad en la demanda interna y a la caída en los precios de las materias primas.

Por lo que se refiere a los precios del petróleo, la disminución que han registrado desde mediados de 2014 ha sido reflejo, en parte, de la mayor producción en Estados Unidos, Iraq y Libia y de una revisión a la baja en los estimados de demanda mundial. Sin embargo, ésta caída se intensificó en el cuarto trimestre de 2014 a partir de la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de no recortar su producción. En este contexto de menores precios de la energía, la inflación en las principales economías avanzadas disminuyó hacia finales de 2014, y se ubicó muy por debajo de las metas de sus bancos centrales. Así, en diciembre pasado, la inflación general alcanzó 0.8 por ciento a tasa anual en Estados Unidos. En la zona del euro, la inflación general registró la primera lectura negativa en cinco años (-0.2 por ciento). Esto, aunado a la disminución en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, ha intensificado los riesgos de deflación en la región

La divergencia en el crecimiento económico entre las principales economías avanzadas se ha reflejado en una mayor diferenciación en sus posturas de política monetaria. Por una parte, en un contexto de una recuperación económica sólida y de una mejoría mayor a la esperada del mercado laboral, la Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reciente reunión de enero reiteró sus planes para continuar normalizando su postura de política monetaria en 2015. Adicionalmente, siguió caracterizando la caída en la inflación, motivada por la baja en los precios de los combustibles, como transitoria, pero advirtió que la inflación seguirá disminuyendo en el corto plazo y que regresará gradualmente a su meta de 2 por ciento en el mediano plazo. En este sentido, mantuvo su guía futura de tasa de interés, señalando que podría ser paciente en comenzar dicho proceso de normalización, enfatizando que sus acciones dependerán del comportamiento de la economía, considerando también los acontecimientos internacionales.

En contraste, en la zona del euro, la debilidad en la actividad económica, en conjunto con un elevado riesgo de un periodo prolongado de baja inflación, propició un relajamiento adicional de la política monetaria. En particular, en su reunión de enero, el Banco Central Europeo (BCE) anunció la ampliación significativa de su programa de compra de valores. Bajo este programa ampliado, el Eurosistema comprará valores denominados en euros con grado de inversión emitidos por gobiernos de la zona del euro, agencias e instituciones europeas en el mercado secundario por un monto mensual de 60 mil millones

de euros. Estas compras que iniciarán en marzo de 2015 concluirán tentativamente en septiembre de 2016, aunque podrían extenderse hasta que se perciba un aumento sostenido de la inflación hacia su meta.

La divergencia en la trayectoria esperada de política monetaria entre las principales economías avanzadas se vio reflejada en una apreciación generalizada del dólar estadounidense. En las economías emergentes esta depreciación reciente de sus monedas pudiera exacerbar las vulnerabilidades financieras de aquellas con elevados niveles de pasivos denominados en moneda extranjera. Además, la caída en los precios del crudo ha generado presiones sobre las finanzas públicas de algunos países exportadores de petróleo.

1.2. Evolución financiera reciente

1.2.1. Mercados en México

En México, el impacto negativo de los choques externos fue primordialmente absorbido por el tipo de cambio. Así, durante diciembre de 2014 se registró un incremento importante en la volatilidad de la cotización del peso frente al dólar, e incluso se alcanzó el nivel más depreciado desde marzo de 2009. En respuesta a este entorno de mayor volatilidad, la Comisión de Cambios decidió implementar un mecanismo de subastas diarias de venta de dólares con precio mínimo, el cual ya ha sido utilizado en otros episodios de volatilidad en los mercados financieros.

En esta ocasión el monto a subastar es de 200 millones de dólares y el precio mínimo de asignación es igual al tipo de cambio FIX publicado por el Banco de México el día hábil anterior multiplicado por 1.015. Esta medida fue anunciada el 8 de diciembre de 2014 y permanecerá vigente por tiempo indefinido. Cabe mencionar que la subasta referida se ha activado sólo en una ocasión desde su inicio hasta finales de enero de 2015. De hecho, durante el mes de enero las condiciones de operación han mejorado, las posiciones cortas en pesos que se construyeron en diciembre se redujeron y con ello se logró revertir parcialmente la depreciación registrada a finales del año pasado.

Por su parte, en el mercado de dinero destacó que a pesar de la depreciación que se observó en la moneda nacional, las tasas de interés disminuyeron hasta 75 puntos base en los plazos más largos, con lo cual la pendiente de la curva de rendimiento disminuyó de manera importante.

Adicionalmente, durante estas últimas semanas se observó un mayor interés por parte de inversionistas del exterior por los valores gubernamentales, lo cual se reflejó en un incremento en sus tenencias de dichos valores. Asimismo, las recientes colocaciones en dólares que exitosamente realizaron el Gobierno Federal y PEMEX en los mercados internacionales también confirman el renovado interés por los activos mexicanos.

Finalmente, parecería que hasta el momento la depreciación del tipo de cambio no ha tenido un impacto sobre las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y las reales, las cuales continuaron disminuyendo a lo largo de todos los plazos.

En este contexto, la expectativa del primer incremento en la tasa de

política monetaria implícita en la estructura de la curva de rendimientos se retrasó dos meses, pasando de agosto a octubre de este año.

1.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

1.3.1. Actividad económica

La información más oportuna sugiere que en el cuarto trimestre la actividad económica en México mantuvo la moderada recuperación que ha venido presentando desde el segundo trimestre de 2014. Dicho comportamiento se derivó, principalmente, del dinamismo del sector externo. En efecto, en el cuarto trimestre las exportaciones del sector manufacturero continuaron registrando una tendencia ascendente. Este desempeño fue reflejo, en buena medida, de la trayectoria de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos. En cuanto a la demanda interna, mientras que los indicadores del consumo privado siguieron sin presentar señales claras de una mejoría, los de la inversión fija bruta apuntan a que ésta continuó mostrando cierta reactivación en el último trimestre de 2014. En relación con la actividad económica por el lado de la producción, durante el cuarto trimestre de 2014 el IGAE continuó presentando una moderada recuperación. Este comportamiento se originó del dinamismo tanto de la producción industrial, como del sector servicios. La expansión del sector servicios, a su vez, fue reflejo, principalmente, del impulso de los servicios más asociados a la demanda externa, en congruencia con el dinamismo del sector externo, mientras que aquellos servicios más relacionados con la demanda interna reportaron una moderada mejoría.

1.3.2. Evolución y perspectivas de la inflación

A finales de 2014, la inflación general anual retomó la trayectoria a la baja que durante 2014 se vio interrumpida por cambios en algunos precios relativos a raíz de las modificaciones fiscales que entraron en vigor al inicio del año, así como por choques transitorios al componente no subyacente. El desvanecimiento de los efectos anteriores, junto con disminuciones de precios en los servicios de telecomunicaciones e incrementos en los precios de los energéticos menores que en el año previo, acentuaron la caída de la inflación en la primera quincena de enero. Así, la inflación general pasó de 4.16 por ciento en la primera quincena de noviembre de 2014 a 3.08 por ciento en la primera quincena de enero de 2015.

Aun con el efecto de las modificaciones impositivas de inicio de 2014, la inflación subyacente anual se mantuvo cerca de 3 por ciento durante la mayor parte del año. Posteriormente, entre la primera quincena de noviembre de 2014 y la primera quincena de enero de 2015 este indicador disminuyó de 3.33 a 2.43 por ciento, como reflejo, principalmente, de la dilución de los efectos de las modificaciones fiscales antes referidas sobre el subíndice de precios de las mercancías, al tiempo que los menores precios en los servicios de telecomunicaciones han operado en ese mismo sentido en el subíndice de precios de los servicios.

Por su parte, el índice de precios no subyacente pasó de registrar una variación anual de 6.79 por ciento en la primera quincena de noviembre de 2014 a 5.12 por ciento en la primera quincena de enero de 2015. Esta disminución se debió al comportamiento del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, en el cual recientemente

se han observado bajas en las tarifas eléctricas, así como incrementos en los precios de las gasolinas y del gas doméstico menores a los registrados el año previo. Lo anterior compensó las mayores tasas de crecimiento en los precios de los productos agropecuarios ante el incremento temporal que presentó el jitomate en los últimos dos meses del año pasado.

Las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) continúan en niveles cercanos a 3.2 por ciento, en tanto que la prima por riesgo inflacionario ha seguido disminuyendo hasta ubicarse en niveles cercanos a cero. De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario se mantiene en niveles cercanos a su mínimo histórico. Por su parte, las expectativas de inflación provenientes de las encuestas entre especialistas del sector privado han registrado una disminución a niveles ligeramente por arriba de 3 por ciento para el cierre de 2015, mientras que para horizontes de mediano y largo plazo permanecen alrededor de 3.5 por ciento.

Considerando el desvanecimiento del efecto de los cambios fiscales de 2014, la eliminación de los cobros por el servicio de telefonía de larga distancia nacional, el incremento menor al previsto en los precios de los energéticos, así como la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda, se espera que la inflación general anual, converja a 3 por ciento en 2015. En cuanto a la inflación subyacente, se prevé que se mantenga por debajo de 3 por ciento durante todo el año.

La previsión para la trayectoria de la inflación está sujeta a diversos riesgos. Al alza, destaca la posibilidad de que el tipo de cambio se mantenga en los niveles actuales por un lapso mayor al esperado o que incluso registre una depreciación mayor. A la baja, existe la posibilidad de un dinamismo menor al previsto para la actividad económica y disminuciones adicionales en los precios de los energéticos y/o de los servicios de telecomunicaciones.

2. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en cuenta lo expuesto, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estimó que la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento.

Hacia adelante, se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. En particular, vigilará la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, el desempeño del tipo de cambio y su posible efecto sobre la inflación, así como la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista. 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.