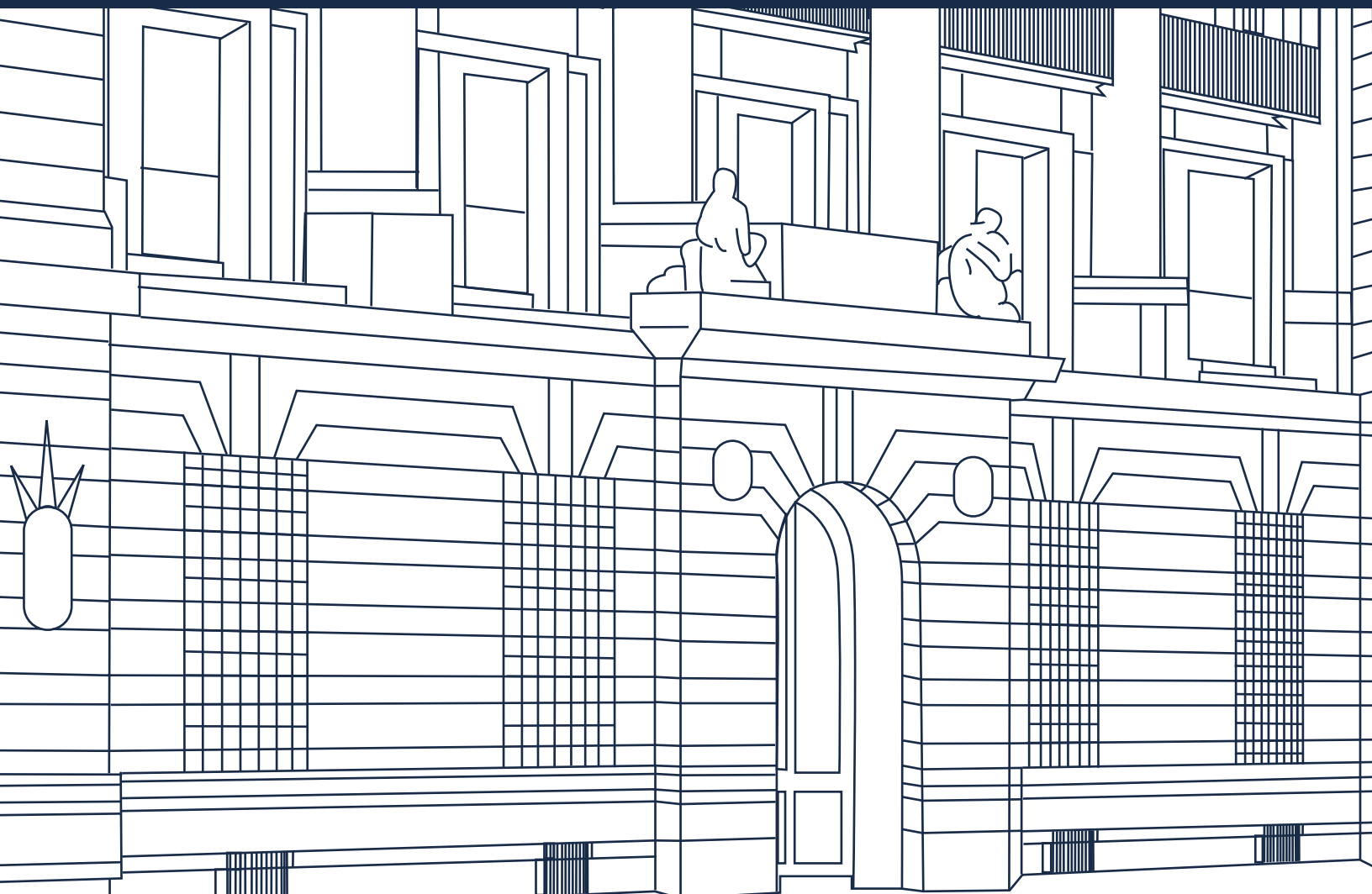




BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 28

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 6 de junio de 2014



## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

**1.1. Lugar:** Av. Cinco de Mayo número 2, 5o. piso, Col. Centro, Ciudad de México, Distrito Federal.

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 5 de junio de 2014.

### 1.3. Asistentes:

Dr. Agustín Guillermo Carstens Carstens, Gobernador y presidente de la sesión.

Lic. Roberto Del Cueto Legaspi, Subgobernador.

Lic. Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Dr. Manuel Ramos Francia, Subgobernador.

Dr. Manuel Sánchez González, Subgobernador.

Dr. Fernando Aportela Rodríguez, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

Lic. Fernando Luis Corvera Caraza, Secretario de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas.

## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

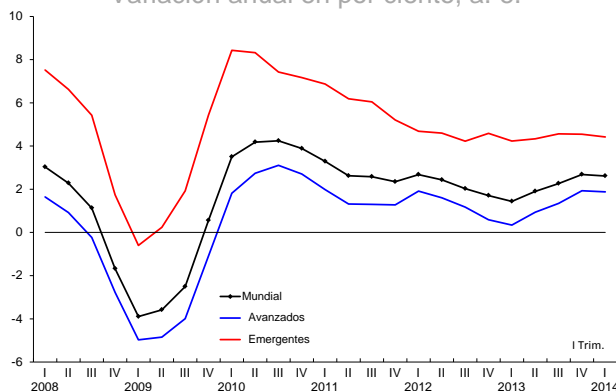
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

### 2.1. Perspectiva económica internacional

La actividad económica mundial moderó su ritmo de expansión durante el primer trimestre de 2014 (Gráfica 1). Sin embargo, indicadores prospectivos anticipan una recuperación gradual en lo que resta del año, especialmente en Estados Unidos, aunque persisten riesgos derivados de un crecimiento desigual en la zona del euro y del menor dinamismo de las economías emergentes.

### Gráfica 1 Producto Interno Bruto Mundial

Variación anual en por ciento, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Nota: El cálculo del PIB para el 1T 2014 incluye estimados para: Australia, Colombia, Hungría, Perú, Rusia y Turquía. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 86% del PIB mundial medido por la paridad de poder de compra.

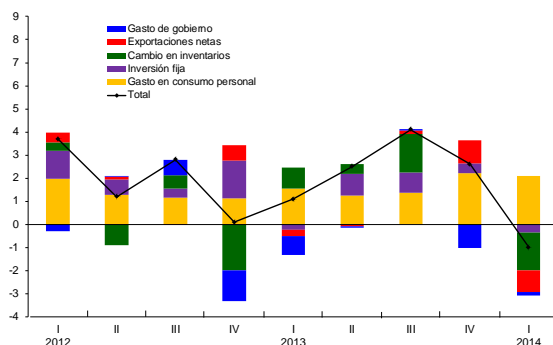
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics y JP Morgan.

En Estados Unidos, la debilidad de la economía durante el primer trimestre del año fue mayor a la prevista, lo que se atribuye en gran medida a las severas condiciones climáticas. El PIB tuvo una caída de 1.0 por ciento a tasa trimestral anualizada, después de crecer 2.6 por ciento en el último trimestre de 2013 (Gráfica 2), dando lugar a una revisión a la baja en el pronóstico de crecimiento de los analistas para el año en su conjunto. La caída del producto en el primer trimestre reflejó principalmente una importante desacumulación de inventarios y una contribución negativa de las exportaciones netas.

### Gráfica 2

#### EUA: Producto Interno Bruto

Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.

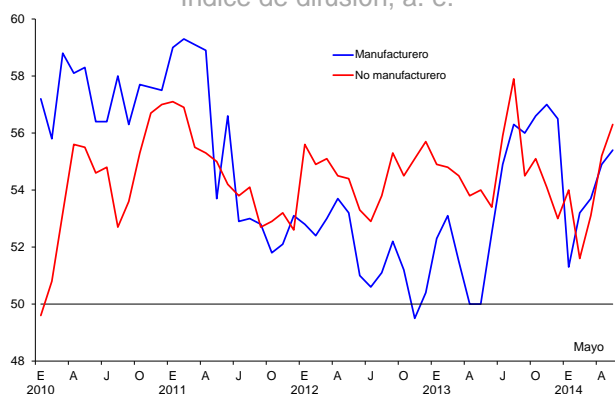


a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA.

No obstante, información reciente apunta a que la actividad económica en Estados Unidos ha retomado la tendencia positiva que había presentado hasta antes de las afectaciones climáticas. De hecho, diversos indicadores de producción comenzaron a mostrar una evolución favorable a finales del primer trimestre. En particular, la producción manufacturera ha registrado un renovado crecimiento en los últimos meses. Por su parte, los Índices de Gerentes de Compras siguen señalando un mayor ritmo de expansión, tanto de este sector, como del no manufacturero (Gráfica 3). Cabe destacar que el reciente aumento del componente de inventarios de estos índices sugiere una contribución positiva de este rubro al PIB durante el segundo trimestre.

**Gráfica 3**  
**EUA: Índices de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero y No Manufacturero**  
 Índice de difusión, a. e.

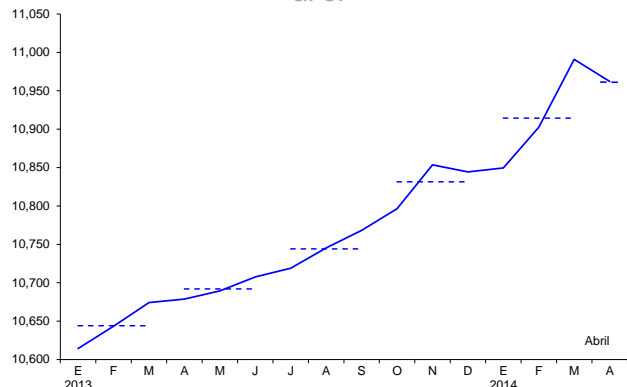


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: Institute for Supply Management.

Por su parte, el gasto en consumo personal en Estados Unidos también ha mostrado una tendencia al alza en los últimos meses, a pesar de una caída en abril, que se explica parcialmente por el menor gasto en calefacción, una vez que se normalizaron las condiciones climáticas (Gráfica 4). Entre los factores que sustentan esta tendencia positiva del gasto en consumo se encuentran el incremento del ingreso personal, derivado del aumento del empleo, y la paulatina mejoría de la confianza del consumidor.

**Gráfica 4**  
**EUA: Gasto Personal en Consumo Real**

Miles de millones de dólares de 2009 anualizados, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Nota: Las líneas punteadas representan el promedio trimestral. El último dato se refiere al nivel de abril.  
 Fuente: BEA.

En contraste, el crecimiento de la inversión residencial en Estados Unidos se ha visto limitado por diversos factores, incluyendo condiciones más restrictivas para el financiamiento hipotecario y una menor demanda por viviendas ante la disminución en la formación de nuevos hogares. Esto último refleja el envejecimiento de la población, así como factores cíclicos. Entre éstos se encuentran la decisión de adultos jóvenes de retrasar la formación de un hogar debido a que la debilidad de la actividad económica en los últimos años afectó significativamente sus perspectivas laborales. Así, en la medida que el mercado laboral continúe con su recuperación, se espera que la demanda por viviendas aumente gradualmente.

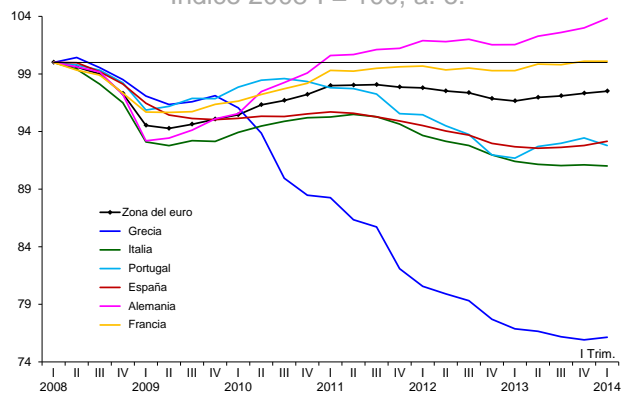
Las condiciones del mercado laboral en Estados Unidos continuaron mejorando, si bien prevalece una considerable holgura en el mismo. En abril, la nómina no agrícola creció 288 mil plazas, con lo cual el incremento promedio de enero-abril resultó superior al promedio de 194 mil empleos en 2013. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó de 6.7 por ciento en diciembre a 6.3 por ciento en abril.

En congruencia con la fase cíclica por la que atraviesa la economía de Estados Unidos, la inflación y sus pronósticos siguen apuntando a una gradual convergencia hacia la meta de inflación de largo plazo de la Reserva Federal de 2 por ciento. La inflación general medida por el deflactor del consumo personal aumentó de 1.1 por ciento en marzo a 1.6 por ciento en abril. Este incremento en parte fue resultado del alza en los precios de los alimentos y los servicios médicos. Por su parte, la inflación subyacente de dicho deflactor aumentó de 1.2 a 1.4 por ciento en el mismo periodo, debido a un alza moderada en la inflación de servicios y a un incremento en los precios de los bienes, en respuesta a la mayor demanda interna.

En este contexto, en su reunión de abril la Reserva Federal continuó disminuyendo su programa de compra de activos, reduciendo el monto de 55 a 45 mil millones de dólares mensuales, en tanto que mantuvo el rango de la tasa objetivo de fondos federales inalterado. Adicionalmente, esta Institución reforzó su mensaje de que la normalización de su política monetaria será gradual. En particular enfatizó: i) que es previsible que el primer incremento en la tasa de interés de referencia tenga lugar un tiempo considerable después de que finalice el programa de compra de activos; y ii) que incluso después de dicho incremento, anticipa que la tasa de referencia se mantendrá en niveles inferiores a los considerados como “normales” por un periodo prolongado. En adición a lo anterior, el Presidente de la Reserva Federal de Nueva York señaló que era de esperarse que el tamaño del balance de la Reserva Federal no disminuya en el corto plazo y que sólo hasta después de que hayan comenzado a incrementar la tasa de referencia se podría considerar alguna medida al respecto. Tomando en cuenta lo anterior, las expectativas sobre los incrementos en las tasas de interés en dicho país se han ido postergando, lo que, en parte, ha contribuido a reducir la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

En la zona del euro, la recuperación se mantuvo endeble durante el primer trimestre. El crecimiento del PIB durante el periodo fue de 0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada, cifra ligeramente inferior a la del trimestre previo. Sin embargo, destaca el crecimiento tan heterogéneo entre los países miembros. Mientras Alemania y España registraron una aceleración en su tasa de expansión, Francia no creció e Italia se contrajo (Gráfica 5).

**Gráfica 5**  
Zona del euro: Producto Interno Bruto  
Índice 2008-I = 100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Eurostat, Haver Analytics.

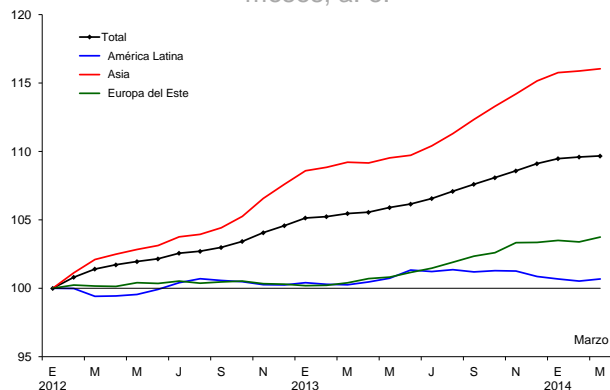
Las proyecciones de la Comisión Europea prevén para 2014 un avance generalizado en la consolidación de los balances fiscales, asociado a menores costos de financiamiento soberano, y a expectativas de un crecimiento positivo para los países de la región en este año. No obstante, existe el riesgo de que un crecimiento lento y dispar entre los países de la zona del euro pueda comprometer el cumplimiento de las metas fiscales. Otro riesgo que prevalece en la región es la expectativa de que la inflación continúe en niveles muy bajos por un periodo prolongado, como reflejo del elevado nivel de holgura en la economía y la apreciación del euro, entre otros factores. Al respecto, las expectativas de inflación de corto y mediano plazo mantienen una tendencia descendente.

En este entorno, en su reunión de mayo el Banco Central Europeo (BCE) expresó su preocupación por el endurecimiento de las condiciones crediticias y por la apreciación del euro y su posible efecto sobre la inflación. Así, en su reunión del 5 de junio anunció una combinación de medidas para relajar adicionalmente la política monetaria e incentivar la expansión del crédito a la actividad económica. En la siguiente sección se detalla este paquete de medidas.

Por su parte, el crecimiento económico de las economías emergentes se mantuvo débil en el primer trimestre debido al menor dinamismo de su demanda interna y, en algunos casos, también de sus exportaciones. Entre los principales indicadores económicos destaca la desaceleración generalizada de la producción industrial durante el periodo (Gráfica 6). No obstante, los indicadores prospectivos para el segundo trimestre muestran indicios de un mayor crecimiento en algunas

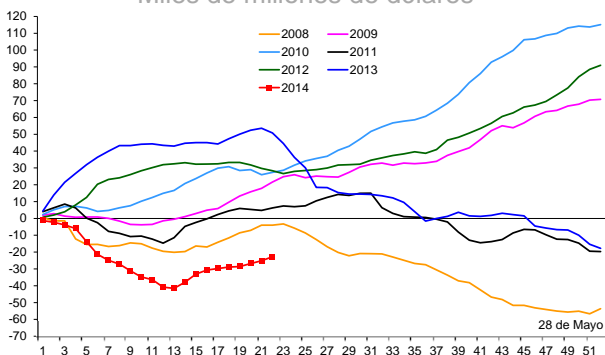
economías, particularmente en China e India. Cabe señalar, como se explica en la siguiente sección, que derivado de la expectativa de que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos será gradual, en los mercados financieros internacionales se observaron renovados flujos de capital hacia las economías emergentes (Gráfica 7).

**Gráfica 6**  
**Economías Emergentes: Producción Industrial**  
 Índice enero 2012 = 100 de la media móvil de tres meses, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: CPB Netherlands.

**Gráfica 7**  
**Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes**  
 Deuda y Acciones  
 Miles de millones de dólares



1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.  
 Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

En general, los precios internacionales de las materias primas mostraron una ligera caída en las últimas semanas. En el caso del petróleo crudo, los precios registraron una reducción moderada como reflejo de menores riesgos geopolíticos y expectativas de una mayor producción por parte de miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo. Asimismo, los precios de los granos disminuyeron durante el periodo ante perspectivas favorables por el lado de la oferta, ubicando las cosechas de trigo y maíz para el ciclo agrícola de 2014-2015 en niveles cercanos o superiores a los niveles estimados para la temporada 2013-2014 (máximos históricos). En contraste, los precios de los metales industriales aumentaron ante las perspectivas de recuperación económica en las principales economías avanzadas y restricciones de oferta en algunos países productores.

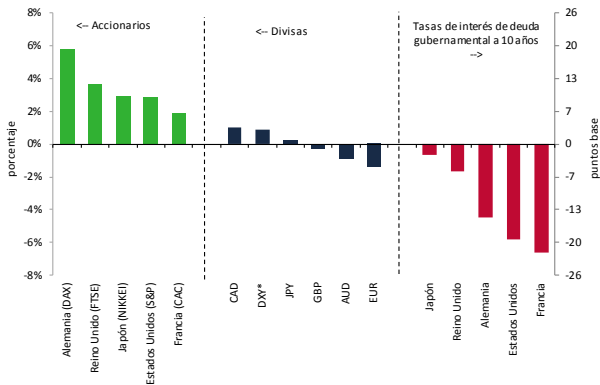
Tomando en consideración el entorno de crecimiento e inflación mundial, la postura monetaria en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes se espera continúe siendo acomodaticia en el futuro previsible.

## 2.2. Evolución financiera reciente

### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Los mercados financieros tuvieron una evolución positiva en el último mes (Gráfica 8). La expectativa de que la actividad económica en Estados Unidos recupere su tendencia de crecimiento durante el segundo trimestre del año, así como la perspectiva de que los bancos centrales mantengan una política altamente acomodaticia en los siguientes meses explican dicha evolución. De esta forma, los principales índices accionarios presentaron ganancias generalizadas desde la última reunión de política monetaria del Banco de México, y las tasas de interés de bonos gubernamentales de los países avanzados disminuyeron para alcanzar, en algunos casos, los niveles más bajos observados en el año. Cabe destacar que dicho movimiento se concentró en los bonos con mayor vencimiento, ocasionando un aplanamiento de las curvas de rendimiento (Gráfica 9).

**Gráfica 8**  
**Variación de indicadores financieros**  
**seleccionados del 21 de abril al 2 de junio**  
 Cambio porcentual, puntos base



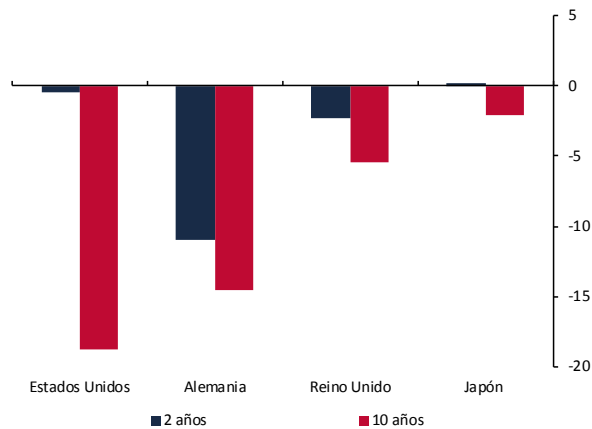
La variación porcentual de los índices accionarios se encuentra denominada en moneda local

\*DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2% y CHF: 3.6%.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 9**  
**Cambio en las tasas de interés de bonos**  
**gubernamentales con vencimientos de 2 y 10**  
**años de países seleccionados**  
 Cambio del 21 de abril al 2 de junio de 2014 en

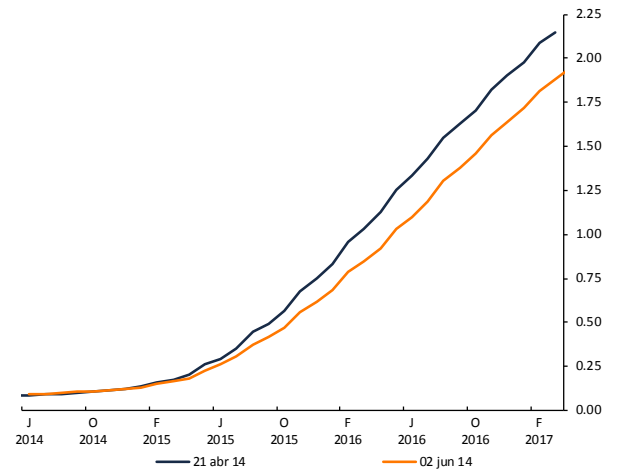
puntos base



Fuente: Bloomberg.

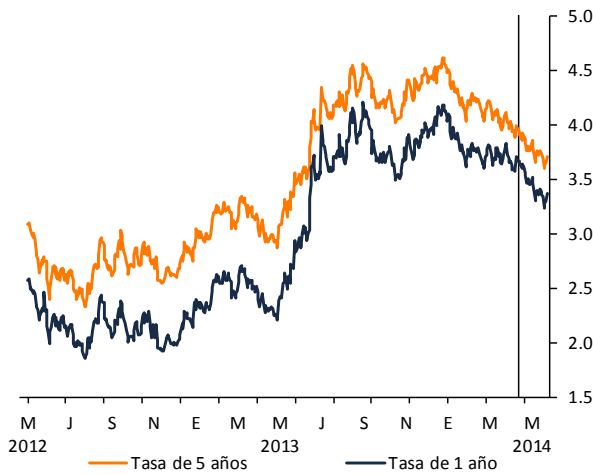
Como se mencionó previamente, el pasado 30 de abril la Reserva Federal disminuyó su programa de compra de activos y mantuvo sin cambio su tasa de referencia en un rango de entre 0% y 0.25%. En las minutas de dicha reunión, el Banco Central indicó que está evaluando las herramientas que podría utilizar para la eventual normalización de la política monetaria en un contexto en el que el tamaño de su balance permanecerá en niveles históricamente altos. No obstante, la Reserva Federal enfatizó que dicho análisis no implica que la normalización de la tasa de referencia iniciará en un futuro cercano. En este sentido, como se mencionó con anterioridad, el mercado pospuso ligeramente la fecha esperada del primer incremento de la tasa de fondos federales (Gráfica 10). En efecto, las tasas “forward” implícitas en la estructura de la curva de bonos del Tesoro de Estados Unidos disminuyeron, incorporando entre otros factores, que la tasa de referencia podría ubicarse por debajo del promedio de largo plazo de 4% y que la tasa real de largo plazo podría ser menor a 2% (Gráfica 11 y Gráfica 12).

**Gráfica 10**  
**Estados Unidos: Curva de contratos a futuro de**  
**Fondos Federales**  
 Porcentaje



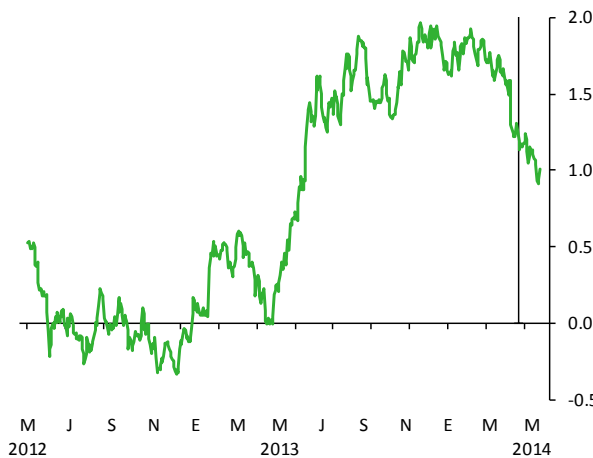
Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 11**  
**Estados Unidos: Tasas de interés nominal "forward" de notas del Tesoro dentro de 5 años**  
 Porcentaje



La línea vertical indica la fecha de la última reunión de política monetaria del Banco de México.  
 Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 12**  
**Estados Unidos: Tasas de interés real "forward" de notas del Tesoro dentro de 5 años**  
 Porcentaje

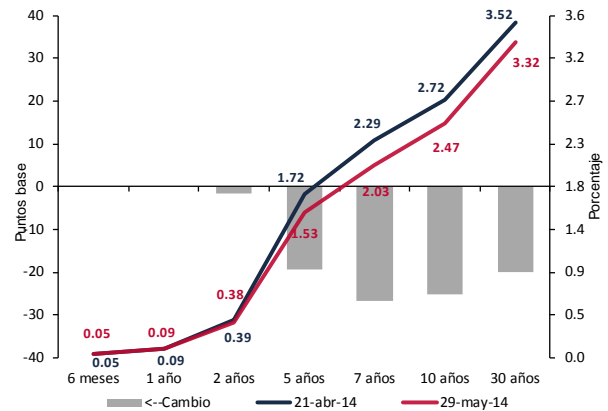


La línea vertical indica la fecha de la última reunión de política monetaria del Banco de México.  
 Fuente: Bloomberg.

La expectativa de menores tasas de referencia en el largo plazo contribuyó a la disminución de las tasas de interés de bonos del Tesoro, particularmente en los plazos más largos de la curva de rendimiento (Gráfica 13). La reducida oferta de instrumentos de renta fija denominados en dólares registrada recientemente, así como el incremento de la demanda por títulos de deuda de largo plazo por algunos inversionistas, como fondos

de pensiones y bancos centrales, también contribuyeron a la disminución de las tasas de interés y al aplanamiento de la curva de rendimiento.

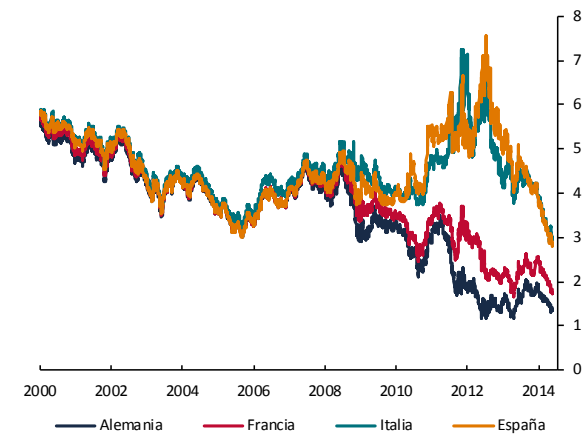
**Gráfica 13**  
**Estados Unidos: Curva de rendimiento de instrumentos del Tesoro**  
 Porcentaje, puntos base



Fuente: Bloomberg.

En la zona del euro, las tasas de interés de deuda gubernamental de algunos países de la periferia alcanzaron los niveles más bajos observados desde hace más de 10 años (Gráfica 14). Lo anterior, en anticipación a un posible relajamiento de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE) y la atonía de la economía de dicha zona.

**Gráfica 14**  
**Zona del euro: Tasa de interés de bonos gubernamentales a 10 años de países seleccionados**  
 Porcentaje



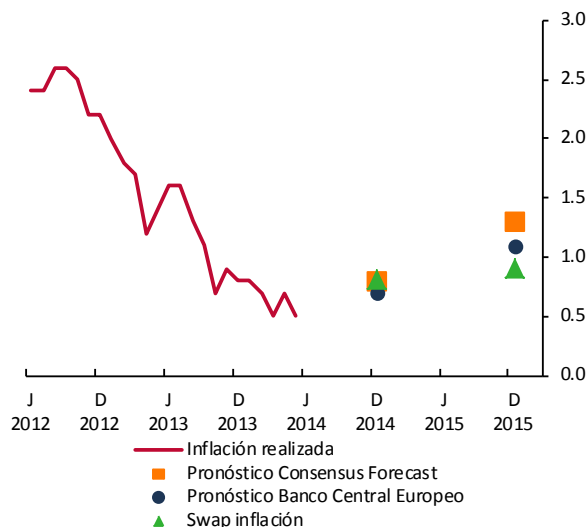
Fuente: Bloomberg.

Al respecto, diversos oficiales del BCE mostraron preocupación respecto a los bajos niveles de inflación de la región y a la posibilidad de que esto contamine el proceso de formación de precios hacia adelante. En efecto, las expectativas de inflación implícitas en distintos indicadores financieros y en los pronósticos de analistas se ubican por debajo del objetivo del banco central (Gráfica 15).

Por otro lado, las condiciones de otorgamiento de crédito a hogares y empresas de la zona del euro siguen siendo restrictivas y se ha observado una mayor volatilidad de las tasas de interés de corto plazo (Gráfica 16). Al mismo tiempo, la liquidez ha disminuido a medida que los bancos comerciales han venido pagando anticipadamente los créditos de largo plazo que el BCE les otorgó a finales de 2011 y principios de 2012. Lo anterior ha resultado en un endurecimiento no deseado de las condiciones monetarias.

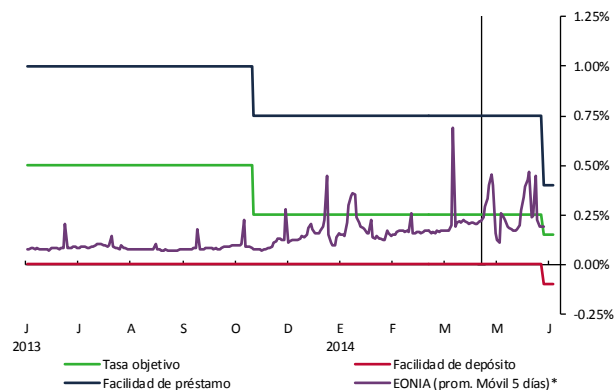
En respuesta a esta situación, el pasado 5 de junio el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de referencia de 0.25% a 0.15%, su tasa de préstamo de 0.75% a 0.40%, y su tasa de depósito de 0% a un nivel negativo de 0.1%. Asimismo, el BCE anunció una serie de medidas no convencionales encaminadas a restablecer el funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria. Entre estas medidas, sobresalen las operaciones de provisión de liquidez a tasa fija y plazo de cuatro años a los bancos que demuestren haber expandido su cartera de crédito al sector privado no financiero. Adicionalmente, el Banco Central indicó que continuarán analizando las alternativas para expandir su balance a través de un programa de compra de bonos respaldados por flujos de créditos al sector privado (asset-backed securities).

**Gráfica 15**  
**Zona del euro: Inflación anual realizada y esperada**  
Porcentaje



Fuente: Banco Central Europeo, Consensus Forecast y Bloomberg.

**Gráfica 16**  
**Zona del euro: Corredor de tasas de interés de referencia y tasa interbancaria a un día (EONIA)\***  
Porcentaje

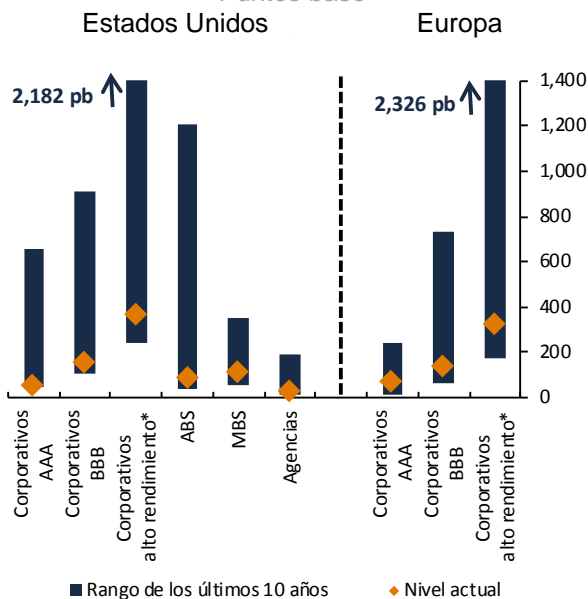


\*EONIA: Promedio ponderado de las tasas de interés interbancarias de las transacciones no colateralizadas a un día. La línea vertical indica la fecha de la última reunión de política monetaria del Banco de México. Fuente: Bloomberg.



La política monetaria altamente acomodaticia en los principales países avanzados, que se ha reflejado en un ambiente de muy baja volatilidad en los mercados financieros, ha favorecido el buen desempeño de activos de mayor riesgo. Al respecto, los diferenciales de tasas de interés entre distintos instrumentos de renta fija y los bonos gubernamentales se encuentran cerca de los más bajos en los últimos 10 años (Gráfica 17). Adicionalmente, los índices accionarios han registrado ganancias importantes (Gráfica 18) y, en algunos casos, presentan valuaciones por encima de su promedio de largo plazo.

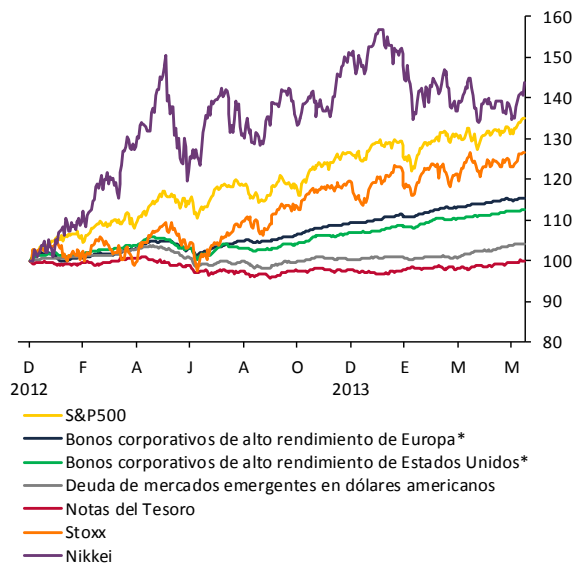
**Gráfica 17**  
**Diferencial de rendimiento entre instrumentos de renta fija seleccionados y bonos gubernamentales**  
 Puntos base



\*Bonos con calificación crediticia menor a BBB-  
 La duración de los índices de los bonos corporativos AAA de Estados Unidos y Europa, los bonos corporativos BBB de Estados Unidos y los bonos respaldados por hipotecas (MBS) es de aproximadamente 7 años. Los índices de agencias, bonos corporativos BBB de Europa, y bonos de alto rendimiento de Estados Unidos y Europa tienen una duración de aproximadamente 4 años. La duración del índice de ABS es de 2 años.  
 Fuente: Índices de Bank of America – Merrill Lynch.

**Gráfica 18**  
**Rendimiento de activos financieros seleccionados**

Índice: dic 2012=100

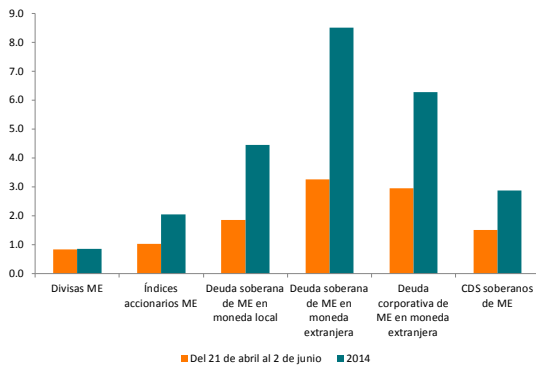


\*Bonos con calificación crediticia menor a BBB-  
 La duración del índice de notas del Tesoro es de 6 años, mientras que las duraciones de los índices de bonos de alto rendimiento de Estados Unidos y de deuda emergente es de aproximadamente 4 años. El índice de bonos de alto rendimiento de Europa tiene una duración de 3 años.  
 Fuente: Índices de Merrill Lynch/Bank of America.

### 2.2.2 Mercados emergentes

Los mercados financieros de los países emergentes también mostraron una evolución favorable. Entre los principales factores que generaron este resultado positivo se encuentran la menor incertidumbre respecto al rumbo de la política monetaria en las economías avanzadas, lo cual ha contribuido a disminuir los niveles de volatilidad e incentivar la toma de riesgos en diversos activos financieros de los países emergentes. Asimismo, si bien han persistido las tensiones geopolíticas, el impacto negativo en los mercados financieros ha sido más limitado de lo observado en episodios pasados. Finalmente, los procesos electorales celebrados durante las últimas semanas en India, Ucrania, Indonesia y Colombia se llevaron a cabo en general de forma ordenada, con resultados que fueron considerados positivos para los mercados financieros (Gráfica 19).

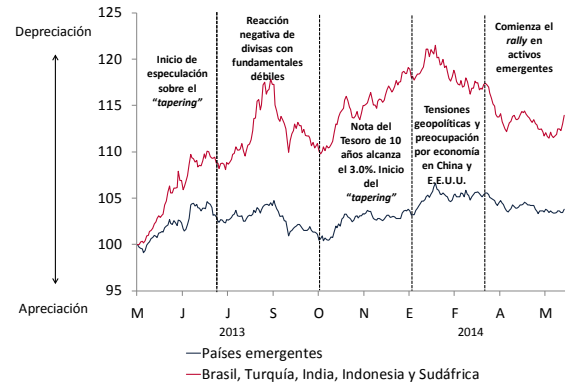
**Gráfica 19**  
**Rendimiento de diversos activos financieros de países emergentes en distintos periodos**  
 Por ciento



Nota: Se presenta el rendimiento que mostraron los activos en distintos periodos. Se consideró el rendimiento de las divisas de los siguientes países: México, Brasil, Colombia, Chile, Perú, Rusia, Turquía, Polonia, Hungría, República Checa, India, Sudáfrica, Corea, Tailandia, China y Malasia. Para los mercados accionarios se muestra el rendimiento del índice MSCI EM en moneda local que incluye las bolsas de los siguientes países: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, República Checa, Polonia, Rusia, Turquía, Egipto, Hungría, Sudáfrica, Tailandia, Indonesia, India, Filipinas, Corea, Taiwán, Malasia, Grecia y China. En el caso de la deuda soberana emergente se utilizó el índice GBI EM de JPMorgan en moneda local y el EMBIG para la deuda denominada en dólares. Para los bonos corporativos se consideró el índice CEMBI de JPMorgan, que contempla emisiones en dólares americanos. Finalmente, para los CDS soberanos se utilizó el índice CDX EM a 5 años de JPMorgan.  
 Fuente: JPMorgan y Bloomberg.

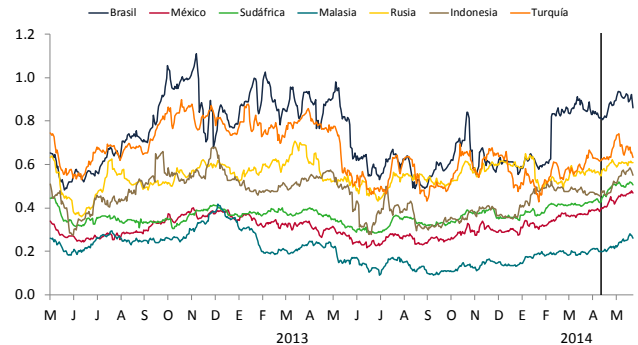
En este contexto, varias divisas de países emergentes alcanzaron las cotizaciones más apreciadas frente al dólar en lo que va del año. Al respecto, la baja volatilidad que se ha registrado en la mayoría de los mercados financieros durante las últimas semanas ha generado un mayor rendimiento potencial ajustado por riesgo en aquellas divisas que ofrecen mayores tasas de interés (Gráfica 20 y Gráfica 21).

**Gráfica 20**  
**Desempeño de divisas de países emergentes**  
 Índice (Base Mayo 2013=100)



Nota: El índice de países emergentes muestra el desempeño de las divisas de las principales economías de este conjunto de países excluyendo a China (México, Perú, Chile, Colombia, Polonia, Hungría, República Checa, Rusia, Corea del Sur, Malasia y Tailandia). Cada divisa presenta la misma ponderación.  
 Fuente: Bloomberg.

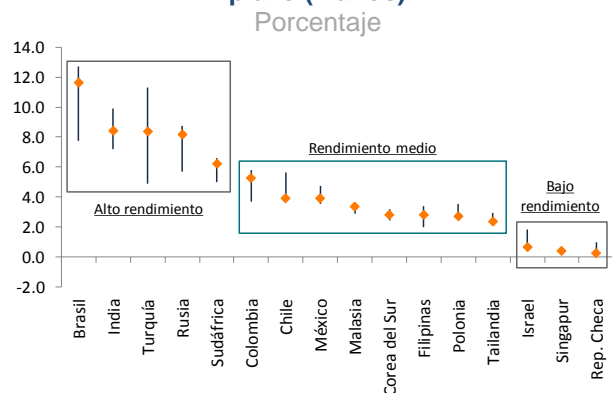
**Gráfica 21**  
**Diferencial de tasas gubernamentales a plazo de 10 años ajustado por volatilidad**  
 Por ciento



Nota: Se consideran los diferenciales de tasas gubernamentales a plazo de 10 años ajustados por la volatilidad implícita de las divisas a plazo de 3 meses.  
 La línea vertical indica la fecha de la última reunión de política monetaria del Banco de México.  
 Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales, así como los índices accionarios en los mercados emergentes también tuvieron una evolución más favorable. De hecho, en muchos de estos países se alcanzaron las tasas de interés de mediano y largo plazo más bajas del año, mientras que los índices de sus respectivas bolsas de valores registraron los niveles máximos de 2014. (Gráfica 22 y Gráfica 23).

**Gráfica 22**  
**Tasas de interés gubernamentales de corto plazo (2 años)**



◆ 2 de junio de 2014 | Rango desde enero de 2013  
Fuente: Bloomberg.

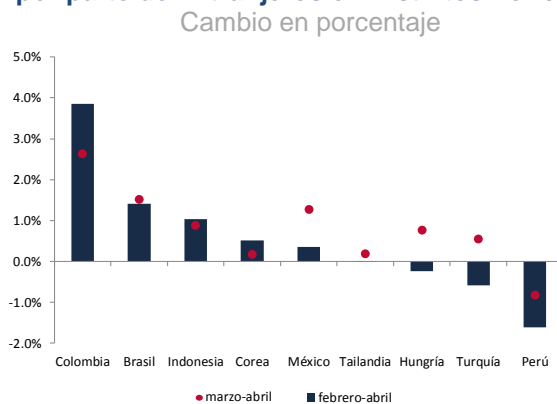
**Gráfica 23**  
**Índice accionario MSCI de países emergentes**  
Índice (base 01 de abril de 2013=100)



La línea vertical indica la última reunión de política monetaria del Banco de México.  
Fuente: Bloomberg.

Este desempeño fue producto, entre otros factores, del incremento de los flujos de inversión de cartera hacia los mercados emergentes por tercer mes consecutivo (Gráfica 24).

**Gráfica 24**  
**Cambio en las Tenencias de Bonos Soberanos por parte de Extranjeros en Distintos Periodos**

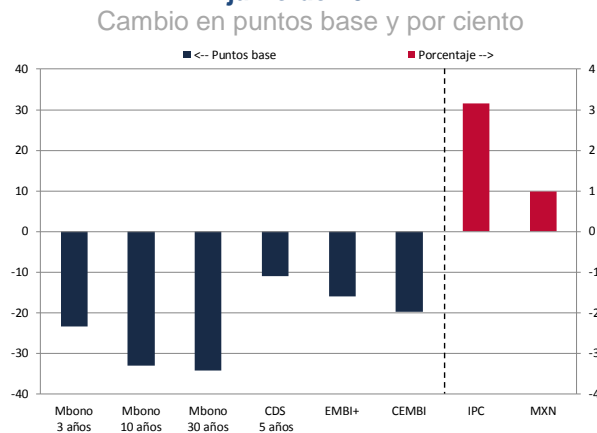


Fuente: Ministerios de finanzas, bancos centrales y otras autoridades nacionales.

### 2.2.3 Mercados en México

La evolución de los mercados financieros mexicanos también fue favorable (Gráfica 25). Además de los factores externos ya comentados, en el ámbito nacional contribuyeron a esta evolución las cifras positivas de inflación publicadas recientemente y los avances en materia de legislación secundaria para llevar a cabo las principales reformas estructurales.

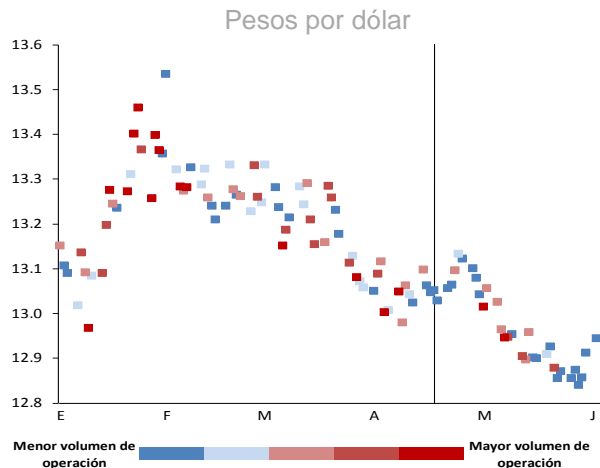
**Gráfica 25**  
**Desempeño de diversos activos e índices financieros de México del 21 de abril al 2 de junio de 2014**



Fuente: Bloomberg y PIP.

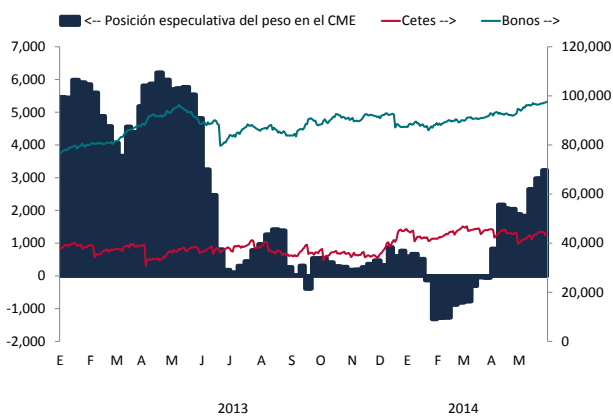
En el mercado cambiario el peso se apreció 0.9% desde la última reunión de política monetaria. Al respecto, destacó el interés de participantes tanto nacionales como extranjeros por construir posiciones largas en pesos. Cabe destacar que la construcción de dichas posiciones se observó en activos tanto de corto como de largo plazo en un entorno de baja volatilidad y buenas condiciones de operación (Gráfica 26 y Gráfica 27).

**Gráfica 26**  
**Tipo de cambio peso-dólar y volumen de operación en el mercado local al contado en 2014**  
 Pesos por dólar



Nota: El volumen de operación al contado se clasificó de acuerdo a percentiles de su serie histórica de enero 2013 a la fecha (0-20%, 21%-40%, 41%-60%, 61%-80% y 81%-100%). La línea vertical indica la última reunión de política monetaria del Banco de México.  
 Fuente: Banco de México.

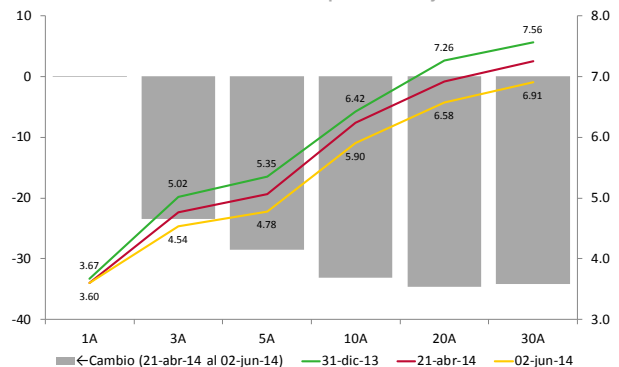
**Gráfica 27**  
**Posicionamiento en pesos de inversionistas extranjeros en diversos instrumentos financieros de corto y largo plazo**  
 Millones de dólares



Nota: La pendiente de la curva de rendimiento se presenta como la diferencia entre el bono a plazo de 30 años y el instrumento de 3 años.  
 Fuente: Banco de México y Chicago Mercantile Exchange.

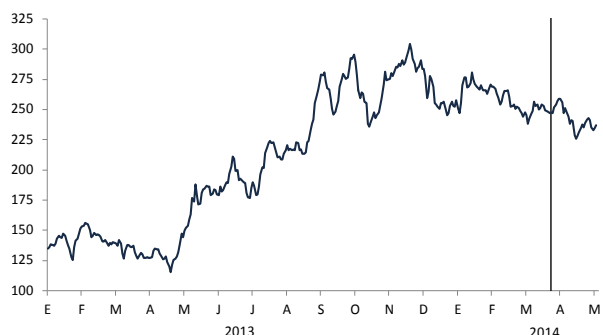
La evolución del mercado de dinero fue positiva al igual que la observada en el mercado cambiario. Así, las tasas de interés de los valores gubernamentales registraron disminuciones de 30 puntos base en promedio, alcanzando los niveles mínimos del año en todos los plazos (Gráfica 28). Cabe mencionar que las mayores disminuciones se observaron en los sectores más largos de la curva de rendimiento, con lo cual la pendiente de ésta se aplanó de manera importante (Gráfica 29).

**Gráfica 28**  
**Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal**  
 Puntos base, porcentaje



Fuente: PIP.

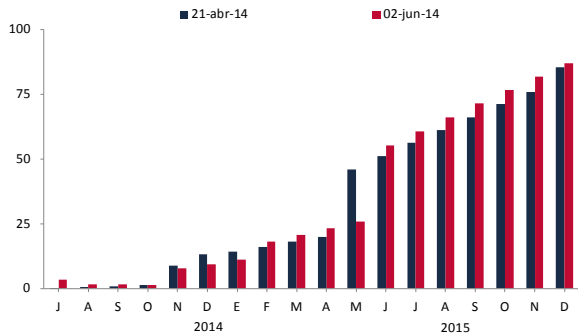
**Gráfica 29**  
**Pendiente de la curva de rendimiento**  
 Puntos base



Nota: La pendiente de la curva de rendimiento se presenta como la diferencia entre el bono a plazo de 30 años y el instrumento de 3 años. La línea vertical indica la última reunión de política monetaria del Banco de México.  
 Fuente: PIP.

Finalmente, las expectativas sobre la política monetaria implícitas en la estructura de la curva de rendimiento no presentaron cambios importantes. El mercado continúa anticipando que la postura de política monetaria se mantenga sin cambio hasta el cierre del primer trimestre de 2015, lo cual es congruente con las expectativas de los principales analistas económicos (Gráfica 30).

**Gráfica 30**  
**Movimientos de tasa implícitos en la curva de swaps de TIE a 28 días**  
 Puntos base



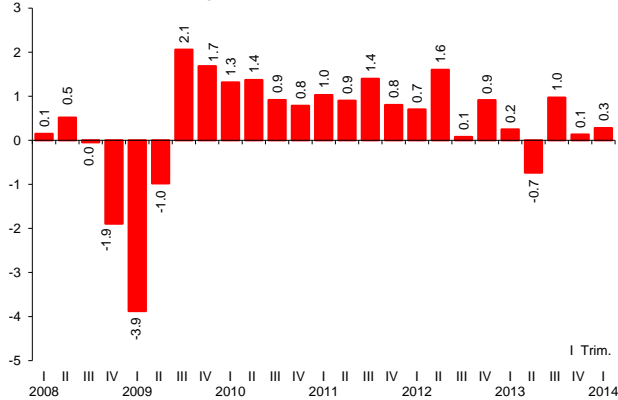
Fuente: Banco de México con información de PIP y Bloomberg.

### 2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

#### 2.3.1. Actividad económica

Durante el primer trimestre de 2014 persistió el bajo ritmo de crecimiento que la economía mexicana registró en el último trimestre de 2013 (Gráfica 31). En este contexto, destaca que, si bien los indicadores asociados a la demanda externa mostraron cierta mejoría hacia finales del primer trimestre y principios del segundo, aquéllos relacionados al gasto interno aún no presentan señales claras de recuperación.

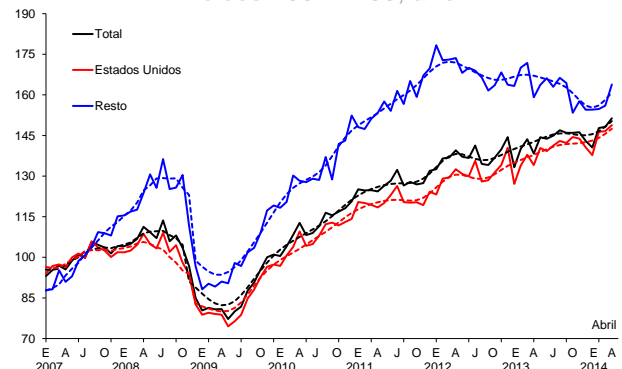
**Gráfica 31**  
**Producto Interno Bruto**  
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

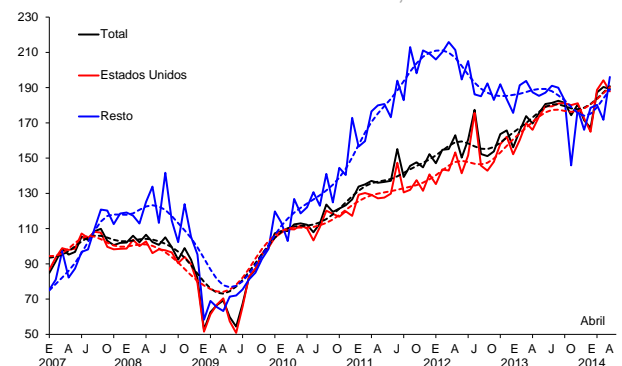
En particular, después de haber registrado una contracción mensual desestacionalizada en enero, debido en parte a los efectos de las condiciones climáticas adversas en Estados Unidos, las exportaciones manufactureras mostraron un repunte en los meses posteriores (Gráfica 32). Esto refleja, en buena medida, el mayor dinamismo de las exportaciones automotrices, si bien las exportaciones no automotrices también exhibieron una mejoría en abril (Gráfica 33 y Gráfica 34).

**Gráfica 32**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**  
 Índices 2007 = 100, a. e.



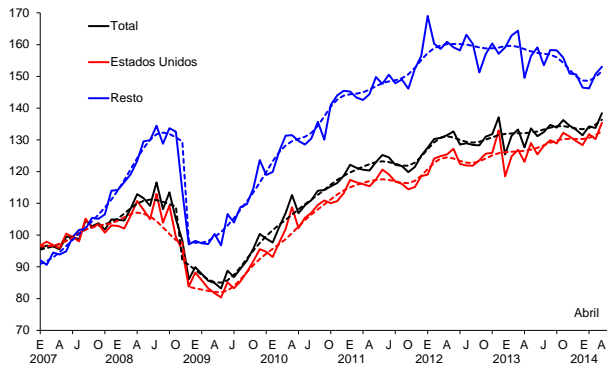
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Banco de México.

**Gráfica 33**  
**Exportaciones Manufactureras Automotrices**  
 Índices 2007 = 100, a. e.



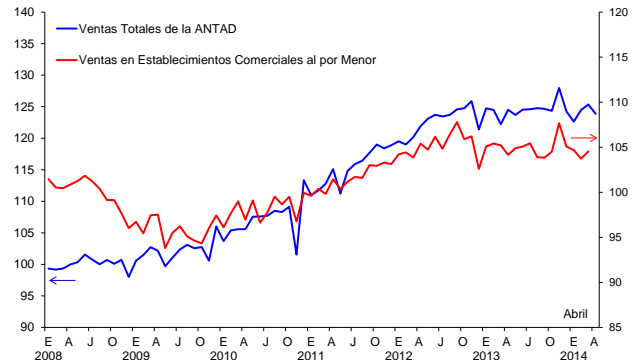
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Banco de México.

**Gráfica 34**  
Exportaciones Manufactureras No Automotrices  
Índices 2007 =100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Banco de México.

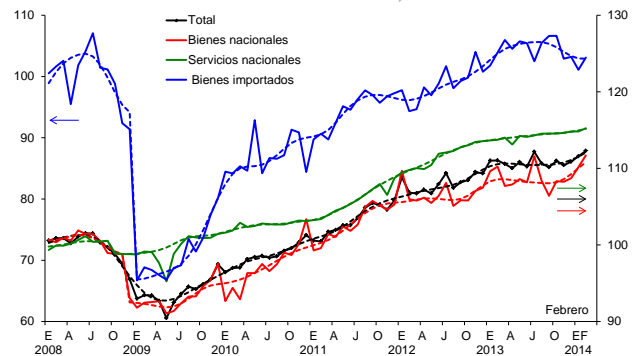
**Gráfica 35**  
Ventas Totales de la ANTAD y Ventas en Establecimientos Comerciales al por Menor  
Índices 2008 =100, a. e.



a.e. Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI y ANTAD.

En cuanto a la demanda interna, los indicadores asociados al consumo privado y a la inversión fija bruta todavía no exhiben una clara recuperación. En relación al consumo privado, persisten señales mixtas en cuanto a su evolución reciente. En efecto, tanto las ventas totales de la ANTAD, como las ventas al menudeo y mayoreo en los establecimientos comerciales, continuaron presentando un relativo estancamiento en los primeros meses de 2014 (Gráfica 35). En contraste, el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior, el cual incluye también compras de servicios, registró una incipiente mejoría (Gráfica 36). Este comportamiento del consumo privado obedece en parte a que sus determinantes siguen mostrando cierta debilidad. En particular, las remesas (Gráfica 37) han dejado de mejorar en los últimos meses, mientras que el indicador de confianza de los consumidores (Gráfica 38) continúa en niveles bajos, a pesar de la recuperación que exhibió en los meses previos.

**Gráfica 36**  
Indicador Mensual de Consumo Privado en el Mercado Interior  
Índices 2008 =100, a. e.



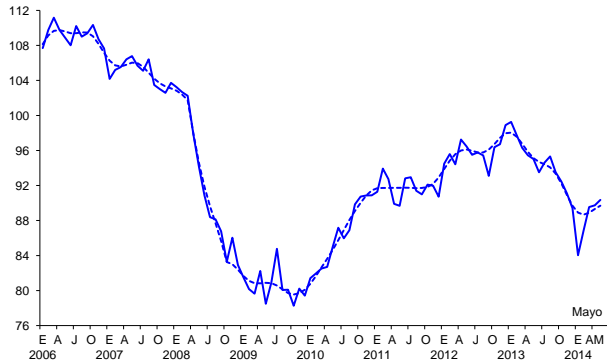
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: INEGI.

**Gráfica 37**  
Remesas Familiares  
Millones de dólares, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Banco de México.

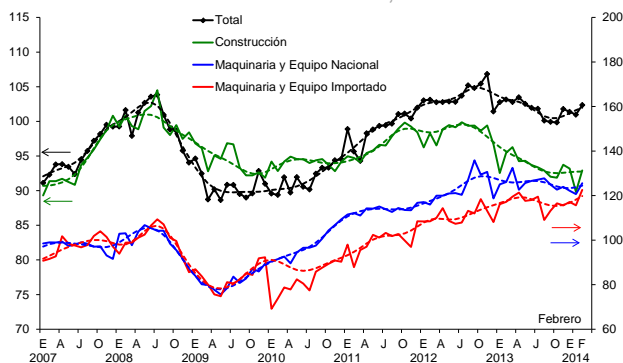
**Gráfica 38**  
**Confianza del Consumidor**  
 Índice Enero 2003 =100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

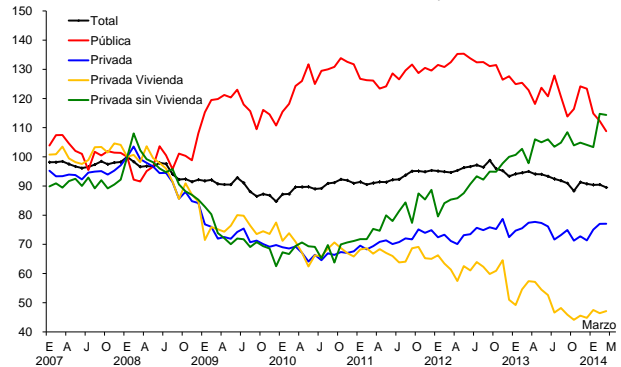
Por su parte, durante los primeros meses de 2014 la inversión fija bruta continuó sin mostrar señales claras de reactivación (Gráfica 39). A pesar de ello, los indicadores asociados a algunos de sus componentes han presentado una ligera mejoría. En particular, la inversión en construcción de vivienda parecería haber dejado de caer (Gráfica 40), en tanto que las importaciones de bienes de capital han mostrado una tendencia positiva en los últimos meses (Gráfica 41).

**Gráfica 39**  
**Inversión y sus Componentes**  
 Índices 2008=100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 40**  
**Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante**  
 Índices enero 2008 = 100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional. Para el caso de la construcción pública y privada (vivienda y privada total sin vivienda) la desestacionalización fue elaborada por el Banco de México con cifras del INEGI.  
 Fuente: INEGI.

**Gráfica 41**  
**Importaciones de Bienes de Capital**  
 Índice 2007=100, a. e.



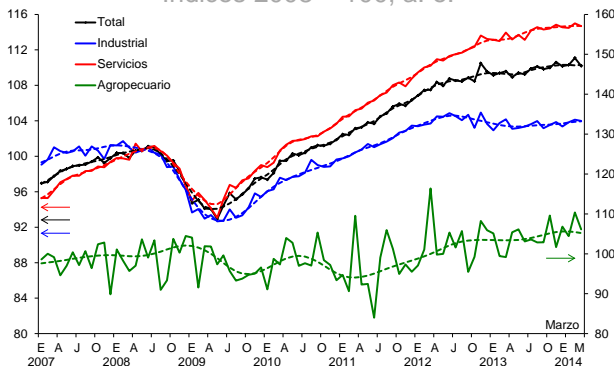
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Banco de México.

En los primeros cuatro meses de 2014 el gasto público se ejerció en línea con el programa original, registrando así una tasa de crecimiento anual elevada. En particular, destaca la mayor oportunidad en el ejercicio del gasto en inversión física y de los subsidios y transferencias con relación a lo observado en el mismo periodo de 2013.

La evolución descrita de las demandas externa e interna condujo a que la actividad económica continuara mostrando un relativo estancamiento en el primer trimestre del año (Gráfica 42). En efecto, si bien el IGAE registró tasas de crecimiento positivas en enero y febrero, en marzo se observó una contracción, originada por una caída en sus tres componentes. En cuanto a la producción industrial en particular, ésta continuó presentando un bajo dinamismo (Gráfica 43). Si bien la industria manufacturera registró una recuperación en sus niveles en los primeros tres meses de 2014, después de la contracción que se observó en el cuarto trimestre de 2013, la industria de la construcción, así como los sectores de minería y de electricidad continuaron mostrando un estancamiento.

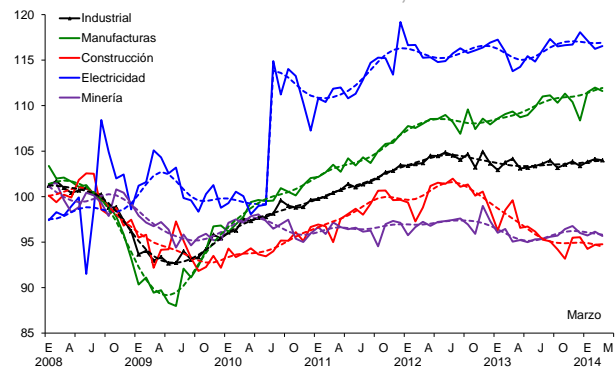
Por su parte, los servicios también exhibieron un estancamiento en el primer trimestre de 2014 (Gráfica 42), tanto en aquéllos asociados a la demanda externa, como sobre todo los relacionados a la interna (Gráfica 44). Destaca que, en el mes de marzo, algunos servicios asociados a la demanda interna, como el comercio, los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a negocios, y en los servicios de esparcimiento y otros servicios, registraron una contracción (Gráfica 45).

**Gráfica 42**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**  
Índices 2008 = 100, a. e.



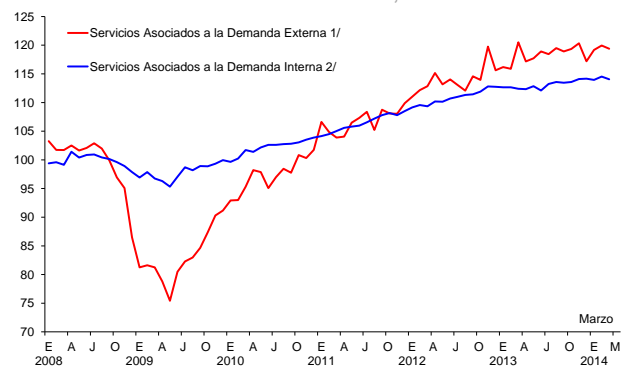
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

**Gráfica 43**  
**Actividad Industrial**  
Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

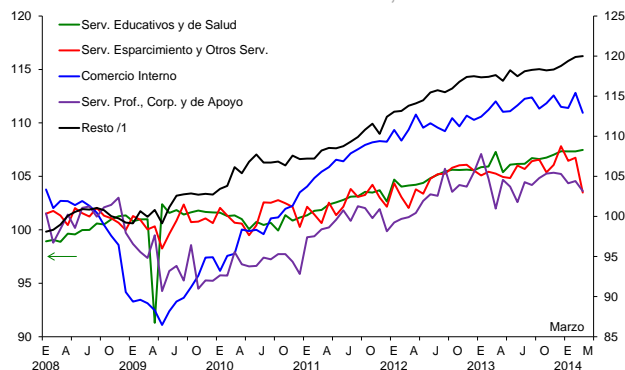
**Gráfica 44**  
**IGAE de Servicios**  
Índices 2008=100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.  
1/ Incluye los sectores de Comercio Exterior y Transporte asociado a la demanda externa (Elaborados por Banco de México).  
2/ Incluye el resto de los sectores de las actividades terciarias.  
Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.



**Gráfica 45**  
**Servicios Asociados a la Demanda Interna**  
 Índices 2008=100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Incluye el transporte interno, información en medios masivos, servicios financieros, inmobiliarios, de alojamiento temporal y las actividades gubernamentales.

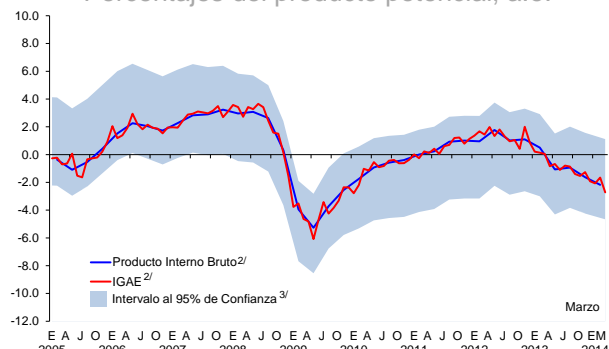
Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

## 2.3.2. Inflación

### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

El bajo ritmo de crecimiento que presentó la economía a finales de 2013 y principios de 2014 condujo a que no se registraran presiones de demanda en los mercados de los principales insumos para la producción, tales como el laboral y el de crédito. En particular, la brecha del producto permaneció en niveles negativos, e incluso amplió su magnitud (Gráfica 46).

**Gráfica 46**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
 Porcentajes del producto potencial, a.e.



1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2014; cifras del IGAE a marzo de 2014.

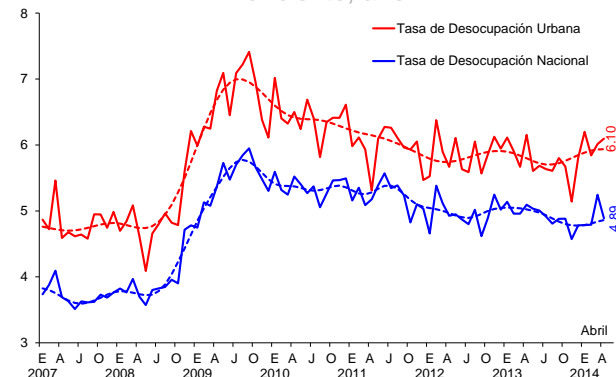
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

a.e./ Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

La información más reciente continúa reflejando condiciones de holgura en el mercado laboral. Al mes de abril tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, se ubicaron en niveles superiores a los observados a principios de año (Gráfica 47). A pesar de lo anterior, el número de trabajadores asegurados en el IMSS siguió mostrando una trayectoria creciente (Gráfica 48).

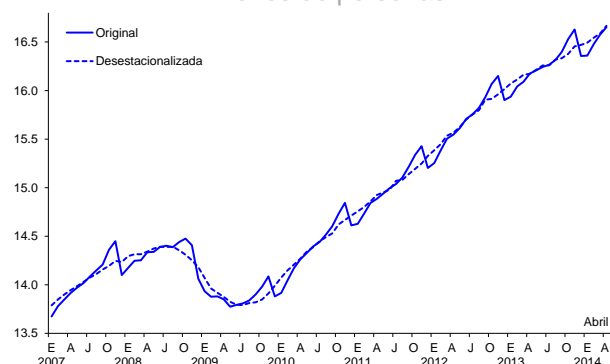
**Gráfica 47**  
**Tasas de Desocupación Nacional y Urbana**  
 Por ciento, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

**Gráfica 48**  
**Trabajadores Asegurados<sup>1/</sup> en el IMSS**  
 Millones de personas



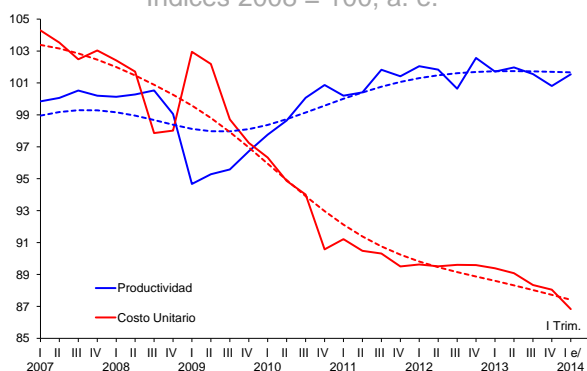
1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS.

En este contexto, los incrementos en los principales indicadores salariales de la economía continúan siendo moderados. Esto, junto con la tendencia que ha exhibido la productividad media del trabajo, condujo a que los costos unitarios continuaran disminuyendo (Gráfica 49).

### Gráfica 49 Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra<sup>1/</sup>

Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

e/ Dato del primer trimestre de 2014 es estimado por el Banco de México.

Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. IGPLE publicado por INEGI.

Por su parte, el financiamiento al sector privado no financiero registró un menor dinamismo en los primeros meses del año. Esto último ha sido resultado de la moderación del ritmo de expansión del financiamiento tanto a las empresas como a los hogares, en congruencia con la fase cíclica por la que atraviesa la economía. Ello, en un contexto de estabilidad generalizada de las tasas de interés y los índices de morosidad, evidencia la ausencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

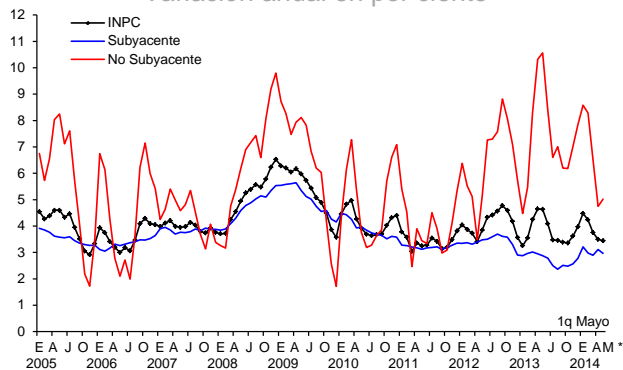
#### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

La inflación general anual continuó exhibiendo una trayectoria a la baja, haciendo evidente que los efectos de los cambios en precios relativos que generaron un aumento en la inflación a finales del año previo y principios de este no causaron efectos de segundo orden. De esta forma, de la primera quincena de abril de 2014 a la primera de mayo la inflación general anual disminuyó de 3.53 a 3.44 por ciento. Este comportamiento se explica por las menores tasas de crecimiento observadas tanto en el componente subyacente, como en el no subyacente (Gráfica 50 y Cuadro 1).

A pesar de que en la primera quincena de abril la inflación subyacente anual tuvo un ligero repunte alcanzando 3.17 por ciento, el cual fue atribuible casi por completo a un efecto calendario por la ocurrencia de la Semana Santa en ese mes durante 2014 mientras que el año previo tuvo lugar en marzo, dicho efecto se revirtió en las semanas posteriores, tal como se había previsto. Así, en la primera quincena de mayo la inflación subyacente anual disminuyó a 2.97 por ciento (Gráfica 51 y Cuadro 1). Dentro del índice de precios subyacente, el subíndice de precios de los servicios disminuyó su tasa de crecimiento anual de 3.36 a 2.94 por ciento en el periodo referido, debido a las menores variaciones registradas en los precios del grupo de los servicios distintos a educación y vivienda el cual pasó de 4.22 a 3.26 por ciento en el mismo lapso. Al interior de este grupo, los servicios turísticos en paquete y el transporte aéreo presentaron menores tasas de variación anual por el fin del periodo de Semana Santa, en tanto que el servicio de telefonía móvil también presentó disminuciones en sus precios. Por su parte, la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios de las mercancías se mantuvo en niveles moderados al pasar de 2.94 por ciento a 3 por ciento entre la primera quincena de abril y la primera quincena de mayo (Gráfica 52 y Cuadro 1).

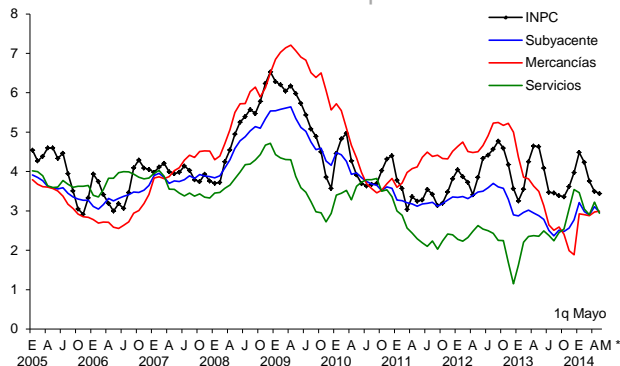
En cuanto al índice de precios no subyacente, éste continuó exhibiendo tasas de crecimiento anual muy por debajo de las registradas al inicio del año debido a los menores incrementos en los precios de varias frutas y verduras en relación al año previo. No obstante, entre la primera quincena de abril y la primera quincena de mayo este indicador presentó un ligero aumento en su tasa de variación anual al pasar de 4.70 a 5.02 por ciento. Ello como resultado, principalmente, del comportamiento de los precios del grupo de productos pecuarios, donde se presentaron incrementos de precio en la carne de pollo y res (Gráfica 50 y Cuadro 1). Por otra parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno disminuyó su tasa de variación anual de 8.47 a 8.22 por ciento en el periodo referido. Este resultado estuvo asociado a bajas de precio registradas en el gas natural, lo que a su vez contribuyó a tener menores tasas de crecimiento anual en el genérico gas doméstico y en las tarifas eléctricas de alto consumo.

**Gráfica 50**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



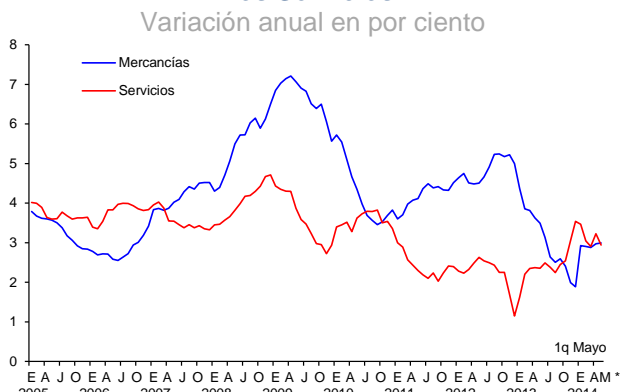
\*Información a la primera quincena de mayo de 2014.  
 Fuente: Banco de México e INEGI.

**Gráfica 51**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



\*Información a la primera quincena de mayo de 2014.  
 Fuente: Banco de México e INEGI.

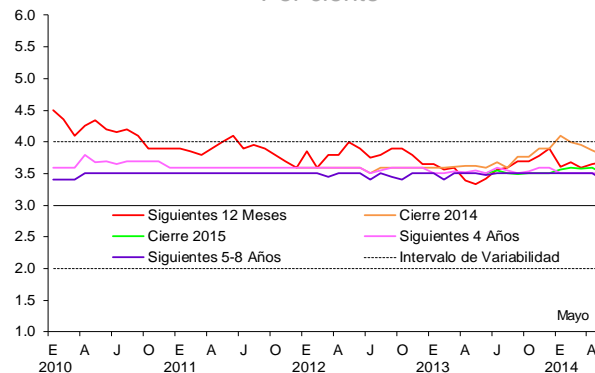
**Gráfica 52**  
**Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios**  
 Variación anual en por ciento



\*Información a la primera quincena de mayo de 2014.  
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Las expectativas de inflación de corto plazo han continuado disminuyendo en los últimos meses y se mantienen por debajo de 4 por ciento. Con base en la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2014 disminuyó entre marzo y mayo de 3.95 a 3.80 por ciento (Gráfica 53). Esta disminución, junto con su menor dispersión, apunta a un entorno de mayor certidumbre respecto a la evolución de la inflación en este año, una vez que se han ido desvaneciendo los efectos de algunos de los cambios de precios relativos de los meses previos. Por su parte, las expectativas de inflación para 2015 y aquéllas para horizontes de mayor plazo se han mantenido estables alrededor de 3.50 por ciento, confirmando que el proceso de determinación de precios en la economía no se vio contaminado por la presencia de los referidos cambios de precios relativos.

**Gráfica 53**  
**Mediana de las Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes**  
 Por ciento

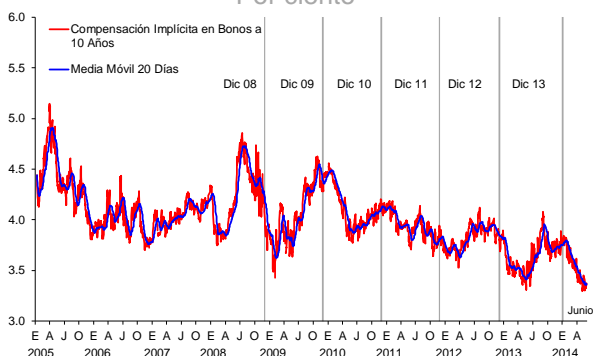


Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado levantada por el Banco de México.

En adición, se han mantenido estables las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en las cotizaciones de mercado de instrumentos referenciados a tasas nominales y reales. El indicador de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícito en instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años continúa mostrando una tendencia a la baja, ubicándose alrededor de 3.4 por ciento en promedio en mayo (mínimo histórico) (Gráfica 54). Con respecto a los componentes de dicha compensación, las expectativas de inflación de largo plazo y la prima por riesgo inflacionario se ubican alrededor de 3.2 por ciento y 20 puntos base, respectivamente.

**Gráfica 54**  
**Compensación por Inflación y Riesgo**  
**Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en**  
**México<sup>1/</sup>**

Por ciento



1/ La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula como la diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real correspondiente a los instrumentos de deuda indexados a la inflación del mismo plazo del mercado secundario.

Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

Se prevé que la inflación general se mantenga por debajo de 4 por ciento en el segundo semestre de 2014, si bien con cierta incertidumbre dada la variabilidad del subíndice de precios de los productos agropecuarios, y que a partir de enero de 2015 disminuya rápidamente a niveles cercanos a 3 por ciento. Esta previsión considera la evolución reciente de la inflación, que los cambios de precios relativos de finales del año pasado y principios de este no tuvieron efectos de segundo orden, el mayor grado de holgura que se espera prevalezca en la economía, y que tal como lo establece la Ley de Ingresos de la Federación, que a partir de 2015 los precios de las gasolineras se ajustarán conforme a la inflación esperada. En cuanto a la inflación subyacente anual se estima que en 2014 se mantenga en niveles alrededor de 3 por ciento y por debajo de ese nivel al año siguiente. Finalmente, la trayectoria prevista para la inflación general no está exenta de riesgos, entre los que destacan, a la baja, la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica resulte menor a la anticipada.

**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes**  
 Variación anual en por ciento

| Concepto                                       | Diciembre 2013 | Abril 1q 2014 | Mayo 1q 2014 |
|--|----------------|---------------|--------------|
| <b>INPC</b>                                    | <b>3.97</b>    | <b>3.53</b>   | <b>3.44</b>  |
| <b>Subyacente</b>                              | <b>2.78</b>    | <b>3.17</b>   | <b>2.97</b>  |
| <b>Mercancías</b>                              | <b>1.89</b>    | <b>2.94</b>   | <b>3.00</b>  |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco                    | 2.67           | 4.54          | 4.65         |
| Mercancías no Alimenticias                     | 1.26           | 1.65          | 1.67         |
| <b>Servicios</b>                               | <b>3.54</b>    | <b>3.36</b>   | <b>2.94</b>  |
| Vivienda                                       | 2.19           | 2.26          | 2.24         |
| Educación (Colegiaturas)                       | 4.42           | 4.39          | 4.41         |
| Otros Servicios                                | 4.69           | 4.22          | 3.26         |
| <b>No Subyacente</b>                           | <b>7.84</b>    | <b>4.70</b>   | <b>5.02</b>  |
| <b>Agropecuarios</b>                           | <b>6.67</b>    | <b>-1.16</b>  | <b>0.15</b>  |
| Frutas y Verduras                              | 13.89          | -9.71         | -8.70        |
| Pecuarios                                      | 2.43           | 4.33          | 5.41         |
| <b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b> | <b>8.65</b>    | <b>8.47</b>   | <b>8.22</b>  |
| Energéticos                                    | 8.30           | 9.35          | 8.94         |
| Tarifas Autorizadas por Gobierno               | 9.32           | 6.89          | 6.98         |

Fuente: INEGI.

### 3. ANÁLISIS Y MOTIVACIÓN DE LOS VOTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO

En esta sección se presentan las consideraciones que manifestaron los miembros de la Junta de Gobierno, respecto de la decisión de política monetaria.

La mayoría de los integrantes de la Junta señaló que la economía mundial continúa mostrando un ritmo de crecimiento moderado. Todos los miembros apuntaron que en el primer trimestre de 2014 la actividad económica en México continuó presentando la debilidad que se había observado desde el último de 2013. La mayoría destacó que la expansión que se registró en el primer trimestre fue menor a la prevista. La mayoría también concordó que las condiciones de holgura en la economía se han ampliado y que persisten riesgos a la baja para la actividad económica en México. En este entorno, todos los miembros de la Junta destacaron que la inflación general ha continuado descendiendo en los últimos meses. Adicionalmente, la mayoría agregó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han mantenido estables y que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado.

La mayoría de los integrantes de la Junta afirmó que, si bien la economía mundial presentó una desaceleración a inicios de 2014 principalmente por eventos de índole temporal, ésta continúa mostrando un ritmo de crecimiento moderado. Algunos integrantes sostuvieron que se espera que el crecimiento económico mundial se fortalezca gradualmente en 2014 y 2015, impulsado por un desempeño más favorable de las economías avanzadas, en particular la de Estados Unidos. No obstante, la mayoría aseveró que el balance de riesgos para el crecimiento económico mundial continúa siendo a la baja, aunque un miembro consideró que éste ha mejorado. En adición, la mayoría indicó que las economías emergentes continúan mostrando tasas de crecimiento débiles, como consecuencia principalmente de la evolución de su demanda interna y de la desaceleración de la mayoría de los países avanzados y de China.

La mayoría de los integrantes de la Junta coincidió en que las condiciones climáticas adversas afectaron negativamente a la actividad económica de Estados Unidos durante el primer trimestre del año, observándose una contracción mayor a la anticipada. Un miembro agregó que también influyeron factores subyacentes, como el persistente bajo dinamismo del mercado de

vivienda. Otro miembro enfatizó que algunos indicadores del segundo trimestre ya reflejan una mejoría. La mayoría de los miembros concordó que se espera que la actividad económica en Estados Unidos muestre una recuperación durante el resto del año y en 2015, si bien señaló que las expectativas de crecimiento son menores a las anticipadas previamente. Algunos integrantes indicaron que el repunte estará apoyado por el crecimiento de la riqueza de los hogares, una posición favorable de las empresas para invertir, una política fiscal menos restrictiva y condiciones monetarias y financieras relajadas. En este sentido, un miembro sostuvo que los riesgos para el crecimiento de la economía estadounidense parecen estar balanceados y precisó que se espera que el crecimiento del PIB en 2014 se ubique por encima de la tasa de expansión de largo plazo de la economía. No obstante, otro puntualizó que aunque se observe un crecimiento acelerado del PIB estadounidense, éste seguiría ubicándose por debajo del producto potencial. En este sentido, un integrante agregó que la brecha del producto en ese país tardará todavía varios trimestres en cerrarse. Adicionalmente, un miembro describió como riesgos para el crecimiento de la economía de Estados Unidos, la posibilidad de episodios de turbulencia en los mercados financieros derivados del proceso de normalización de la política monetaria en ese país, junto con el debilitamiento de la inversión residencial.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que la actividad económica en la zona del euro se expandió modestamente en el periodo enero-marzo de 2014 por cuarto trimestre consecutivo, si bien recalcó que la recuperación continúa siendo frágil. En este sentido, uno de ellos añadió que en dicha región aún no se alcanzan los niveles de producción previos a la crisis global, mientras que algunos integrantes destacaron las elevadas tasas de desempleo en ciertos países de la zona, las cuales han llegado a registrar máximos históricos. Profundizando sobre otras economías avanzadas, un integrante puntualizó que la economía del Reino Unido mantuvo su ritmo de expansión durante el primer trimestre del año y otro miembro agregó que se anticipa un repunte de la economía de Japón a partir del tercer trimestre del año, ya que se espera que el efecto adverso del aumento de los impuestos al consumo sobre la actividad económica sea transitorio. Con respecto a las economías emergentes, un integrante señaló que se espera un fortalecimiento gradual de su tasa de crecimiento del PIB en los próximos meses, impulsado principalmente por la recuperación de las

avanzadas. Añadió que es probable que el crecimiento de las primeras se mantenga por debajo de lo observado en los años recientes, lo cual es consecuencia no sólo de factores externos o cíclicos, sino también de naturaleza estructural, como la posible reducción de la tasa de crecimiento potencial de algunos de estos países. En este contexto, algunos miembros argumentaron que existe duda sobre los ajustes que deberán realizarse a la economía china, dada la gran incertidumbre sobre la tasa de crecimiento de largo plazo a la que convergerá y si dicha convergencia será abrupta o gradual. Al respecto, uno de ellos añadió que la tasa de crecimiento de esa economía se ha visto afectada por los esfuerzos por contener el aumento del crédito, y que existe el riesgo de un ajuste abrupto en su mercado de vivienda.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó que no se perciben presiones inflacionarias a nivel mundial, aunque existen divergencias entre los distintos grupos de países. Señaló que el amplio grado de holgura en las economías avanzadas ha ubicado las tasas de inflación por debajo de sus metas. En particular, la mayoría argumentó que en la zona del euro no se puede descartar el riesgo de periodos prolongados de bajas tasas de inflación, e inclusive de deflación. En este contexto, un miembro precisó que en dicha región se está generando el riesgo de un círculo vicioso de baja inflación, expectativas de inflación a la baja, y caída del gasto y del crédito. Por otra parte, algunos miembros sostuvieron que ciertas economías emergentes enfrentan presiones inflacionarias a pesar de su débil crecimiento económico. Por último, un miembro añadió que los precios de la mayoría de las materias primas muestran estabilidad y, en algunos casos, tendencias decrecientes.

Dado el entorno descrito, la mayoría de los integrantes anticipa políticas monetarias acomodaticias en la mayor parte de las economías avanzadas y en muchas emergentes por un periodo prolongado. En este sentido, la mayoría señaló que el Banco Central Europeo anunció medidas adicionales de estímulo monetario. Asimismo, un miembro destacó los casos del Reino Unido y Japón, en los que sus bancos centrales podrían postergar ajustes a su actualmente laxa política monetaria. No obstante, otro miembro indicó que el Banco de Inglaterra ha externado su preocupación por una posible burbuja en el mercado de bienes raíces y por las condiciones laxas de los créditos hipotecarios, por lo que consideró que ese Instituto Central podría ser el que comience el movimiento al

alza de las tasas de interés de política monetaria en las economías avanzadas. Adicionalmente, explicó que algunas economías emergentes con desequilibrios macroeconómicos y elevada inflación ya han iniciado su fase de apretamiento monetario.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó que la volatilidad de los mercados financieros internacionales se ha reducido en las últimas semanas. En este contexto, un integrante recalcó que las tasas de interés de instrumentos de renta fija de Estados Unidos y Europa, incluyendo los rendimientos de los bonos gubernamentales de países periféricos de la zona del euro, han alcanzado niveles cercanos a los mínimos en los últimos diez años. La mayoría señaló que la disminución en la volatilidad se debe principalmente a que la mejor comunicación de la Reserva Federal ha dado mayor certidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, en un entorno en el que la inflación y las expectativas sobre ella se han mantenido en niveles bajos en ese país. En particular, la mayoría destacó que ese Instituto Central ha sido enfático en que su intención es que dicho proceso de normalización sea gradual. Al respecto, un miembro señaló que la Reserva Federal ha sido clara en que el primer incremento en su tasa de referencia probablemente ocurra mucho después de terminado su programa de compra de activos y en que es de esperarse que la tasa de referencia permanezca en niveles menores a los considerados normales en el largo plazo por un tiempo relativamente prolongado, aun después de que el empleo y la inflación se encuentren en sus niveles objetivo. Añadió que inclusive algunos integrantes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) consideran que la reducción en el tamaño de su balance debería evaluarse hasta después de que hayan comenzado los ajustes al alza en la tasa de referencia. Otro miembro indicó que los esfuerzos actuales de normalización de la política monetaria en Estados Unidos no tienen precedente histórico, y que los consecuentes retos de comunicación e implementación aumentan el riesgo de nuevos episodios de volatilidad. Un integrante más afirmó que, si bien el esfuerzo en términos de comunicación de la Reserva Federal ha sido muy grande, es difícil que el proceso de normalización de su política monetaria pueda ser ordenado. Sostuvo que entre las razones para ello destaca que se espera que las tasas de referencia vayan en el mismo sentido que las primas de riesgo, dado el necesario proceso de descompresión de éstas, lo cual implicaría que las curvas de rendimiento no

sólo se empujen eventualmente, sino que se desplacen hacia arriba, haciendo un ajuste ordenado menos probable. Asimismo, señaló que la rapidez con la que los precios de los activos incorporan la información en la actualidad complica la posibilidad de un proceso de alza en tasas de interés ordenado. No obstante, dicho miembro, junto con otro, recalcaron también que, pese a lo anterior, la Reserva Federal tiene incentivos para realizar un ajuste gradual y ordenado de sus tasas, ya que episodios de volatilidad en los mercados financieros podrían repercutir negativamente en la recuperación de su economía y en un deterioro de su balance, por lo que hará todo lo posible por evitar un ajuste desordenado en los mercados financieros. En este sentido, la mayoría enfatizó que los bancos centrales de los principales países avanzados han manifestado, implícita o explícitamente, su intención de mitigar el riesgo de resurgimiento de episodios de volatilidad.

La mayoría de los integrantes de la Junta sostuvo que en el contexto de menor volatilidad en los mercados financieros internacionales, la búsqueda de rendimientos ha reactivado los flujos de capital hacia economías emergentes. Añadió que dicho incremento en los flujos de capital ha generado compresiones de diversas primas de riesgo, apreciaciones cambiarias y reducciones en las tasas de interés. Al respecto, uno de ellos destacó que dichos flujos privilegiaron a aquellas economías con fundamentos económicos más sólidos, como es el caso de México, si bien otro integrante indicó que en muchos casos, no se dio tal correspondencia. No obstante, la mayoría de los miembros de la Junta afirmó que la menor volatilidad y la sobrevaluación de activos financieros podría inducir una adopción excesiva de riesgos, por lo que podría estarse gestando un nuevo episodio de turbulencia en los mercados financieros internacionales. Uno de ellos agregó que la desalineación de los precios de los activos financieros podría deberse a las políticas monetarias excesivamente expansivas que se han mantenido por largo tiempo en las economías avanzadas, lo que puede ser el prelude de una corrección significativa que ponga en peligro la estabilidad financiera.

Todos los miembros de la Junta aseveraron que durante el primer trimestre de 2014 la economía mexicana continuó presentando el reducido ritmo de crecimiento que se había registrado desde el último trimestre de 2013. La mayoría añadió que el crecimiento observado en el primer trimestre fue menor al previsto en el más reciente Informe

Trimestral. Todos los integrantes destacaron que, si bien las exportaciones manufactureras han mejorado, la inversión y el consumo privados continúan mostrando atonía. En este sentido, un miembro puntualizó que las ventas de la ANTAD mostraron un estancamiento y los índices de confianza del consumidor y del productor se mantuvieron en niveles bajos. Por su parte, un miembro arguyó que el gasto público, especialmente el de inversión, se ha expandido y avanza conforme a lo programado, no obstante, otro integrante consideró que el impulso fiscal ha sido menor al previsto. En relación a la actividad productiva, un miembro destacó que durante el primer trimestre el sector manufacturero fue el único que mostró un dinamismo importante, en congruencia con la recuperación de las exportaciones manufactureras, después de los efectos negativos de los factores climáticos en Estados Unidos a principios del año. Afirmó que, en contraste, los servicios se mantuvieron estancados y que la construcción descendió por séptimo trimestre consecutivo, a lo que otro miembro agregó que la producción de petróleo ha sido menor a la anticipada. En este sentido, la mayoría de los miembros detalló que en marzo el IGAE presentó una variación mensual desestacionalizada negativa, en gran medida por un pobre desempeño de los servicios, cuando se esperaba una variación positiva.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó que se prevé un fortalecimiento gradual de la economía mexicana durante el segundo semestre de 2014, en buena medida apoyado en la mejoría de la economía estadounidense, lo cual impulsará las exportaciones mexicanas. De hecho, algunos integrantes destacaron que las exportaciones ya mostraron un repunte a finales del primer trimestre y principios del segundo. Uno de ellos señaló que los estímulos fiscal y monetario, el efecto de la expansión de las exportaciones y del mayor gasto público en el empleo y la confianza de consumidores y empresas, y los amplios márgenes de capacidad no utilizada, hacen esperar un fuerte repunte cíclico del PIB en el segundo semestre.

No obstante la recuperación anticipada, la mayoría de los miembros destacó que el inesperadamente bajo dinamismo registrado durante el primer trimestre del año hace prever que para 2014 el crecimiento económico será menor al esperado hace apenas un par de semanas. En particular, algunos miembros de la Junta explicaron que, después de la publicación del último Informe Trimestral, se registraron tres datos que fueron

sorpresivos y que conducen a revisar las expectativas de crecimiento a la baja: i) el aumento del PIB de México en el primer trimestre fue menor al esperado; ii) la variación mensual del IGAE en términos desestacionalizados en marzo fue negativa, cuando se esperaba una tasa positiva; y, iii) se registró una importante revisión a la baja de la tasa de variación del PIB de Estados Unidos en el primer trimestre de 2014, con el consecuente ajuste para el año en su conjunto. Asimismo, opinaron que el proceso de aprobación de las reformas ha sido más lento de lo esperado. En este contexto, la mayoría concordó que esta evolución de la economía apunta a un rango de crecimiento esperado para 2014 inferior al publicado en el último Informe Trimestral. Algunos integrantes notaron que a pesar de que la expansión esperada para 2014 sea más elevada que la de 2013, es previsible que el promedio de ambos años se sitúe por debajo de la media de crecimiento que se ha registrado desde que la naturaleza de los ciclos de negocios cambió notoriamente respecto a décadas previas (a partir de 2001). En particular, uno de ellos afirmó que actualmente se tiene un sistema nominal más eficiente, una inflación estacionaria, no hay perspectivas de dominancia fiscal, hay una transferencia intertemporal de recursos y una compartición de riesgo más eficiente y la economía se acerca más a un paradigma de mercados completos. Es por ello que el periodo relevante de comparación para el crecimiento es uno comenzando aproximadamente al inicio de la década anterior.

En este contexto, la mayoría de los integrantes de la Junta señaló que han aumentado las condiciones de holgura en la economía y que no se prevén presiones sobre la inflación derivadas del comportamiento de la demanda agregada por un tiempo prolongado. En particular, algunos señalaron que la brecha del producto se ha ampliado y que se prevé que se ubique en terreno negativo más allá de finales de 2015, cubriendo el horizonte en el que opera la política monetaria. Otro miembro indicó que se anticipa que el grado de holgura en la economía disminuya paulatinamente y que la brecha del producto se reduzca de manera gradual, pero que esto se dará probablemente a un ritmo más pausado de lo previsto en el último Informe Trimestral. En este contexto, la mayoría mencionó que el mercado laboral sigue mostrando gran holgura y que no se perciben presiones de demanda en el mercado crediticio.

La mayoría de los miembros de la Junta indicó que prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento

económico de México. Uno añadió que existen riesgos para el crecimiento desde una perspectiva de más baja frecuencia. Explicó que los avances en robótica que están transformando la industria manufacturera en Estados Unidos podrían dificultar el grado de integración entre las economías de México y Estados Unidos. También señaló los incentivos que han conducido a una elevada tasa de informalidad en México, lo cual indicó tiene un efecto negativo sobre la productividad factorial total en la economía. Asimismo, consideró que la fuerte concentración y el poder de mercado existente en varios sectores no permite que la expansión de empleos en el sector formal sea lo suficientemente rápida. Añadió que, si bien se han llevado a cabo reformas que van en la dirección de solucionar algunos de estos problemas, aún existen riesgos de implementación e incertidumbre en cuanto al tiempo que tomará que dichas reformas surtan efectos. Finalmente, explicó que la política monetaria puede contribuir a un entorno de estabilidad para el crecimiento, pero no puede solucionar los riesgos de más baja frecuencia. Por su parte, otro miembro agregó que el balance de riesgos para el crecimiento es semejante al de la reunión anterior, de manera que en el corto plazo sigue siendo a la baja, pero en el mediano plazo es al alza, considerando los posibles impactos de las reformas estructurales. Al respecto, algunos integrantes afirmaron que el escenario de crecimiento podría verse favorecido por la conclusión exitosa de las negociaciones vinculadas a la legislación secundaria de las reformas estructurales que están pendientes de aprobación.

Algunos integrantes destacaron el comportamiento favorable que recientemente han presentado los mercados financieros de México, lo que se ha reflejado, entre otros indicadores, en una reducción del riesgo soberano, menores tasas de interés y una apreciación del tipo de cambio. No obstante, uno de ellos recordó que estas dos últimas variables aún se encuentran por encima de los niveles de abril de 2013, y que la tenencia de bonos gubernamentales en manos de extranjeros no ha aumentado. Algunos miembros advirtieron que no es posible descartar episodios de volatilidad derivados de un cambio de sentimiento en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, algunos integrantes destacaron que la economía mexicana se encuentra bien posicionada para hacer frente a un episodio de esta naturaleza. Uno de ellos explicó que entre las fortalezas con las que cuenta México para enfrentar una posible reversión de flujos de capital destacan su sólido marco macroeconómico, la flexibilidad en las tasas de



interés y el tipo de cambio, su elevado nivel de reservas internacionales y la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional. Agregó que México pudo enfrentar adecuadamente la volatilidad registrada a partir de mayo del año pasado sin intervenciones en los mercados cambiarios o medidas extraordinarias. Otro integrante puntualizó que, si bien estas fortalezas acotan los riesgos, es preciso tener presente que el grado de apertura de la economía mexicana acrecienta el impacto potencial de los movimientos de capitales, lo que subraya la importancia del manejo adecuado de la política monetaria, fiscal y de estabilidad financiera. Finalmente, un miembro más añadió que tampoco es posible descartar episodios de volatilidad financiera en los mercados financieros de México derivados de un eventual retraso en la aplicación de las reformas estructurales.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno destacaron que en los últimos meses la inflación general ha descendido. La mayoría especificó que recientemente este indicador se ha ubicado alrededor de 3.5 por ciento. Al respecto, algunos integrantes enfatizaron que la evolución de la inflación ha sido mejor a la esperada. No obstante, otro recalcó que este desempeño debe dimensionarse adecuadamente, y considerar que los últimos datos de inflación no corresponden a mínimos históricos ni al objetivo del Banco de México. La mayoría de los miembros asoció la disminución en la inflación general principalmente al entorno de debilidad de la actividad económica. Asimismo, agregó que a dicha disminución también contribuyó la moderación en el componente no subyacente, que a su vez obedeció, en buena medida, a una menor variación en el subíndice de precios de los productos agropecuarios. En cuanto a la evolución de la inflación subyacente, la mayoría de los miembros señaló que tal como se tenía previsto ésta ha regresado a niveles cercanos a 3 por ciento. En ese sentido, la mayoría de los integrantes apuntó que los cambios en precios relativos que se presentaron a finales del año pasado y principios de 2014, incluyendo los derivados de las medidas tributarias, no tuvieron efectos de segundo orden sobre el proceso de determinación de precios en la economía y fueron absorbidos con gran rapidez.

La mayoría destacó que las expectativas de inflación para 2014 se han ajustado a la baja y que éstas se han situado claramente por debajo de 4 por ciento, mientras que uno sostuvo que las expectativas implícitas en instrumentos de mercado

se encuentran prácticamente en 3 por ciento. Asimismo, la mayoría indicó que las expectativas correspondientes a horizontes de mayor plazo se mantienen ancladas, si bien algunos recordaron que se ubican por encima del objetivo permanente del Banco de México.

En cuanto a los pronósticos de inflación general para 2014, un miembro señaló que éstos se revisaron ligeramente a la baja en relación a la reunión de política monetaria anterior. Otro integrante precisó que, dado el comportamiento de los precios en 2013, es de esperarse que la inflación anual aumente temporalmente a partir de junio del presente año como resultado del efecto aritmético de una baja base de comparación. No obstante, añadió que se espera que la inflación se ubique al cierre de 2014 por debajo del límite superior del intervalo de variabilidad en torno al objetivo del 3 por ciento. Al respecto, un miembro más indicó que para el resto del 2014 es posible que en ningún mes la inflación se ubique por arriba del 4 por ciento.

La mayoría de los miembros arguyó que se prevé una convergencia de la inflación general al objetivo permanente del Banco de México del 3 por ciento al inicio de 2015. Ello, agregaron, apoyado por una inflación subyacente que estará por debajo de 3 por ciento, por la eliminación del efecto aritmético sobre la inflación que generaron las medidas fiscales que entraron en vigor en enero de 2014 y por la reducción en el desliz de las gasolinas que se espera se implemente a partir de enero de 2015. En este entorno, la mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado. No obstante, algunos precisaron que el balance mantiene un sesgo al alza, uno de ellos enfatizando que éste continúa igual que en la reunión anterior. Entre los riesgos al alza, algunos integrantes señalaron que no es posible descartar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que puedan impactar en el tipo de cambio y en la inflación, enfatizando que los efectos dependen de la magnitud y duración de los ajustes cambiarios. Sin embargo, algunos recordaron que el traspaso de variaciones del tipo de cambio a los precios es bajo, más aún cuando existe un gran margen de holgura en la economía. Adicionalmente, algunos integrantes advirtieron que la caída de los precios agropecuarios observada recientemente podría revertirse, dada la significativa volatilidad que estos precios suelen registrar, al tiempo que uno de ellos alertó que la reducción de la plataforma petrolera podría determinar la necesidad de incrementar los

precios públicos en 2015. A pesar de los riesgos anteriores, la mayoría insistió en que la probabilidad de que la inflación general disminuya a niveles cercanos al 3 por ciento ha aumentado debido a que se espera que la recuperación de la economía sea más moderada de lo previsto, a que prevalecerá un mayor grado de holgura en la economía, a la ausencia de efectos de segundo orden ante los cambios de precios relativos registrados recientemente, a la conducción ordenada de las finanzas públicas y a la reducción prevista para 2015 en el ritmo de incrementos en los precios de las gasolinas.

Tomando en consideración los argumentos anteriores, la mayoría de los miembros de la Junta arguyeron a favor de una reducción de 50 puntos base en la tasa de interés de referencia. Sostuvieron que dadas las condiciones económicas descritas, la convergencia hacia el objetivo de 3 por ciento se puede lograr de manera eficiente con un menor nivel de tasas de interés. Adicionalmente, enumeraron las siguientes razones para respaldar su posición. Primera, afirmaron que se ha observado una evolución de la actividad económica más débil que la anticipada, y que se ha ampliado la holgura en la economía, la cual se espera persista en el horizonte en el que opera la política monetaria. Segunda, insistieron que la inflación se ha comportado mejor que lo previsto, que no se han presentado efectos de segundo orden ante los cambios en precios relativos registrados a finales del año pasado y principios del presente, y que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas. Tercera, señalaron que el manejo ordenado de las finanzas públicas permite a su vez una mayor flexibilidad en el manejo de la política monetaria. Cuarta, añadieron que se ha retrasado el momento en el que se espera inicie el alza de tasas en Estados Unidos. Adicionalmente, algunos integrantes afirmaron que el mercado ya ha incorporado la posibilidad de menores tasas de interés nacionales, e hicieron notar que la tasa a la que se están colocando los Cetes en el mercado está por debajo de la actual tasa de referencia. Finalmente, un integrante enfatizó que una disminución en la tasa de referencia por parte del Banco de México es congruente con la consolidación del avance estructural en el control de la inflación.

Por su parte, un miembro consideró que la situación económica descrita plantea una difícil disyuntiva para el manejo de la política monetaria. Explicó que, por un lado, el grado de holgura en la economía y la trayectoria reciente de los precios

parecerían permitir una menor tasa de interés de referencia. No obstante, también enfatizó que la posibilidad de un nuevo episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales y sus efectos potenciales sobre la inflación y la estabilidad financiera hace surgir dudas sobre la conveniencia de reducir la tasa en este momento. Así, considerando los riesgos que podrían derivarse de episodios de volatilidad en los mercados financieros, la esperada evolución del ciclo económico y el rezago con el que opera la política monetaria, concluyó que sería preferible no modificar la tasa de interés de referencia en esta ocasión.

Otro miembro elaboró sobre las razones por las que sostuvo una posición de mantener sin cambio la tasa de referencia. En primer lugar, manifestó preocupación de que una menor tasa de referencia se traduzca en una tasa de interés real negativa ex-ante. Infirió que los costos para subir las tasas de interés y la resistencia a la baja de la inflación no subyacente podrían hacer que las tasas reales de interés de política monetaria permanecieran negativas por mucho tiempo y, en ocasiones, muy negativas, lo que desincentivaría el ahorro formal y propiciaría una adopción excesiva de riesgos. Ante estas aseveraciones, la mayoría de los miembros dilucidó que, por el contrario, la tasa real de interés ex-ante irá aumentando, hasta situarse alrededor de cero a principios de 2015, conforme se consolide la recuperación de la economía y la inflación disminuya. Como segunda razón para no modificar la tasa de referencia, sostuvo que ante una perspectiva de alza en las tasas de interés internacionales, cuyo tiempo y grado permanecen inciertos, la decisión de bajar la tasa amplificaría el riesgo de inestabilidad financiera. En respuesta, la mayoría recordó que se está haciendo un esfuerzo a nivel mundial, y en especial por parte de la Reserva Federal, para reducir los riesgos de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Adicionalmente, algunos agregaron que una menor tasa en México podría desestimular los flujos de capital de muy corto plazo, que son los que más volatilidad generan. Como tercer punto en la deliberación, aseveró que la apreciación cambiaria durante el año ha sido moderada y el tipo de cambio se encuentra cercano a su tendencia de largo plazo, por lo que fomentar una depreciación a través de las tasas de interés puede amplificar la volatilidad en el mercado cambiario. Sin embargo, un miembro que apoyó la decisión de reducir la tasa de referencia indicó que de ninguna manera la intención de disminuirla persigue inducir una depreciación cambiaria. En cuarto lugar, el

integrante que se opuso a la reducción de tasa argumentó que el posible efecto sobre la actividad económica de una disminución en la tasa tomaría tiempo, ocurriendo en todo caso cuando la economía ya esté en una expansión más notoria, y añadió que el nivel de la tasa no parecería haber inhibido el crecimiento. También externó que se corre el riesgo de enviar al mercado una señal de que se están subestimando los riesgos al alza sobre la inflación, particularmente en un entorno en el que la estimación de la brecha del producto involucra un elevado grado de incertidumbre. Al respecto, un miembro respondió que la tasa de interés no sólo afecta el crecimiento a través del canal de demanda, sino que existen otros canales de transmisión, como el de crédito, el de expectativas y el de riqueza. También hizo notar que, a pesar de la incertidumbre asociada a su estimación, el retraso en la recuperación de la actividad económica ha propiciado que la brecha calculada por el Banco haya tendido a estar subestimada ya por varios años, por lo que en general se ha venido observando una mayor holgura a la inicialmente prevista. En quinto lugar, el integrante que se opuso a la reducción de tasa arguyó que una reducción en la tasa de referencia podría afectar la credibilidad e introducir incertidumbre en los mercados, pues en la comunicación de octubre el Banco de México había señalado que no serían recomendables reducciones adicionales en la tasa de referencia. En este sentido, la mayoría de los miembros recordó que en comunicaciones recientes se enfatizó que la Junta de Gobierno estaría atenta al grado de holgura de la economía para actuar en caso de ser necesario. Algunos integrantes subrayaron que considerando este mensaje y las condiciones que prevalecen en la economía antes descritas, los agentes económicos entenderían que el Banco decidiera modificar su postura, y volvieron a señalar que las tasas de los Cetes a diferentes

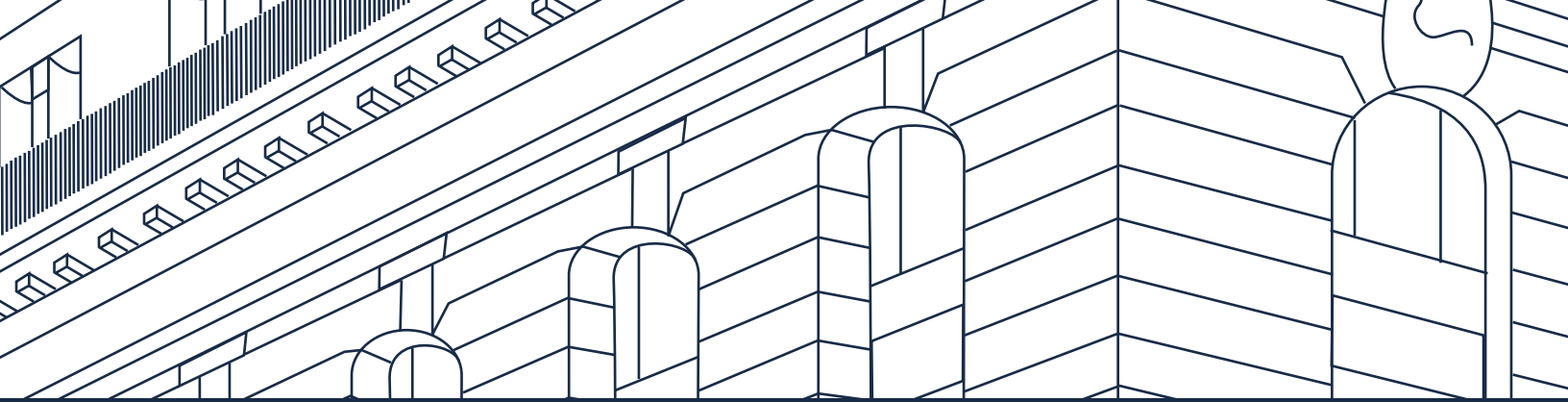
plazos se habían ubicado por debajo de la de referencia en los últimos meses. Finalmente, otro miembro concluyó que es natural que los bancos centrales revisen sus acciones conforme obtienen nueva información, como es el caso que actualmente se está enfrentando.

La mayoría de los miembros de la Junta que se pronunció a favor de una disminución en la tasa de interés convino en comunicar que la reducción en la tasa de referencia no sería el inicio de una serie de reducciones secuenciales en dicha tasa. Uno de ellos especificó que esta señal responde a que se espera que en el mediano plazo se observe una reactivación económica y a que una política monetaria relativamente más laxa respecto a Estados Unidos no deja espacio adicional para reducir la tasa de interés de referencia en el futuro previsible.

#### **4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA**

En el entorno descrito, la Junta de Gobierno decidió disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en virtud de que, dado el mayor margen de holgura en la economía, se estima factible la convergencia eficiente de la inflación al 3 por ciento con una tasa de interés de referencia menor. Tres miembros de la Junta votaron a favor de una disminución de 50 puntos base, aclarando que no serían recomendables reducciones adicionales en la tasa de referencia en el futuro previsible. Dos miembros votaron por mantener sin cambio la tasa de referencia.

La Junta se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 20 de junio de 2014

