



BANCO DE MÉXICO

Minuta número 30

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 5 de septiembre 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: 4 de septiembre 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

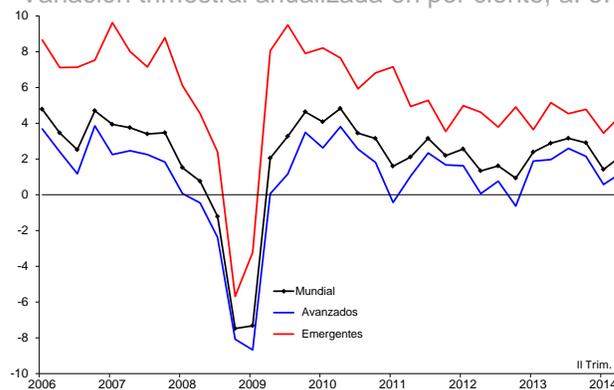
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

Después de la debilidad del primer trimestre, la economía mundial registró un repunte durante el segundo trimestre, si bien con diferencias entre las principales economías avanzadas y entre las emergentes (Gráfica 1). El mayor dinamismo en la actividad respondió a la expansión de Estados Unidos, Reino Unido, y en menor medida, China. Indicadores prospectivos del tercer trimestre, como los índices de gerentes de compras del sector manufacturero, apuntan a que continuará esta recuperación, si bien con diferencias entre regiones.

Gráfica 1
Producto Interno Bruto Mundial

Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El cálculo del PIB para el 2T 2014 incluye estimaciones de algunos países. La muestra de países representa el 86.1% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

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

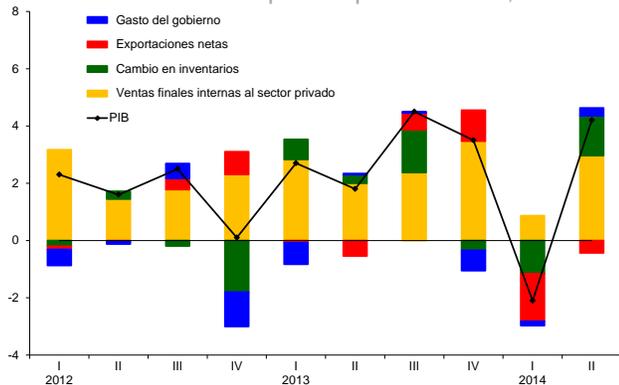
En Estados Unidos, el PIB se expandió 4.2 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, luego de la caída de 2.1 por ciento registrada en el primero. El repunte del producto fue apoyado por un fortalecimiento de los principales componentes de la demanda interna y por una importante acumulación de inventarios (Gráfica 2).

La actividad manufacturera en Estados Unidos mantuvo un crecimiento sólido al inicio del tercer trimestre, principalmente por el repunte en la producción de vehículos automotores y autopartes, aunque el avance fue generalizado. Asimismo, el índice manufacturero de gerentes de compras sugiere un mayor dinamismo del sector en los próximos meses, ya que en agosto alcanzó su nivel máximo desde abril de 2010.

Por otro lado, los indicadores oportunos de inversión en equipo, como los pedidos de bienes duraderos y el componente de nuevos pedidos del índice de gerentes de compras manufacturero, apuntan hacia una continua expansión de la inversión.

Gráfica 2
EUA: Producto Interno Bruto

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



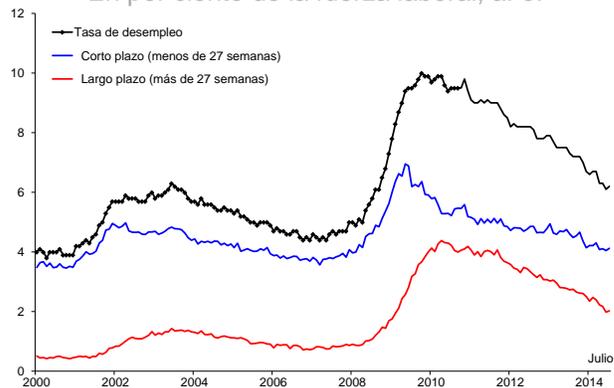
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

La información disponible del mercado de vivienda sugiere una recuperación de la inversión residencial, apoyada por el crecimiento del empleo y el relajamiento en las condiciones de otorgamiento de créditos hipotecarios. Los permisos de construcción y las ventas de casas existentes han registrado un alza en los últimos meses. Además, la confianza de los constructores se ubica en su nivel más alto desde enero de 2014. Por su parte, se prevé que la mejoría del mercado laboral, del ingreso personal disponible y de la riqueza neta de los hogares impulse un mayor crecimiento del consumo privado en los próximos meses.

Las condiciones en el mercado laboral en Estados Unidos han mostrado en los últimos meses una mejoría mayor a la esperada. Esto se ha reflejado en una caída en la tasa de desempleo, en particular la de largo plazo (Gráfica 3). No obstante, algunos indicadores sugieren aún la existencia de cierta holgura en el mercado laboral. Por ejemplo, el nivel de empleados de medio tiempo por razones económicas se ha mantenido elevado.

Gráfica 3
EUA: Tasa de Desempleo

En por ciento de la fuerza laboral, a. e.

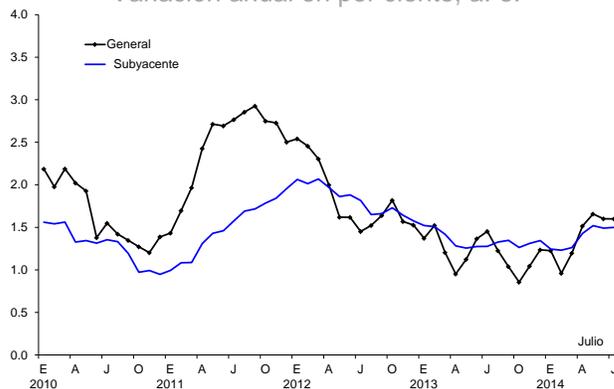


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

La inflación en Estados Unidos ha continuado en niveles cercanos al objetivo de la Reserva Federal. En julio, la inflación general al consumidor mostró una ligera desaceleración de 2.1 por ciento en junio a 2.0 por ciento a tasa anual, debido al desvanecimiento de algunos efectos temporales que contribuyeron a un fuerte repunte entre marzo y mayo de este año. En el mismo mes, la inflación del deflactor del gasto en consumo y su componente subyacente se mantuvo en 1.6 y 1.5 por ciento, respectivamente (Gráfica 4). Por otra parte, aún no se registran presiones salariales de significancia. Si bien el crecimiento de la productividad ha sido relativamente lento, éste es superior al de las remuneraciones en términos reales.

Gráfica 4
EUA: Índice de Precios del Deflactor del Gasto en Consumo

Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

En su reunión de julio, la Reserva Federal reafirmó su estrategia de un retiro gradual del estímulo monetario, al reducir el programa de compras de valores en 10 mil millones de dólares adicionales, para que éste alcance un nivel de 25 mil millones de dólares mensuales, anticipando su finalización en octubre. Asimismo, reiteró que posiblemente mantendrá el rango actual de la tasa de fondos federales por un periodo considerable después de finalizado dicho programa, especialmente si la inflación proyectada continúa situándose por debajo de la meta de 2 por ciento y sus expectativas permanecen bien ancladas. No obstante, esta Institución señaló que la inflación se ha acercado a la meta y que la probabilidad de que se ubique persistentemente por debajo de ésta ha disminuido. Con respecto al mercado laboral, mencionó que algunos indicadores sugieren una subutilización de los recursos laborales, aunque dejó de calificar a la tasa de desempleo como elevada. En este contexto, la Reserva Federal reiteró que prevé que el ritmo de normalización de la postura monetaria será gradual, aunque en distintas comunicaciones algunos de sus miembros dejaron ver que el primer incremento de la tasa de fondos federales podría ser antes de lo anticipado.

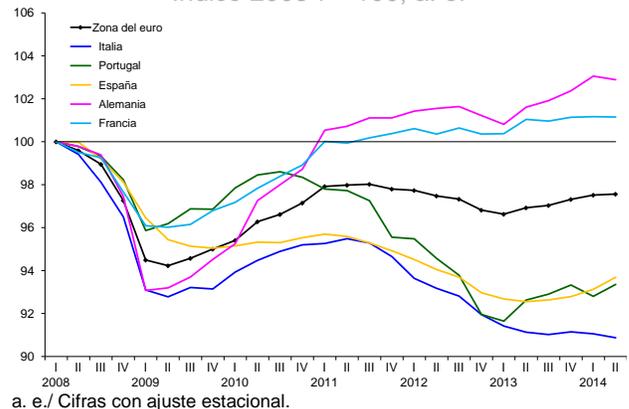
La recuperación económica en la zona del euro perdió dinamismo durante el segundo trimestre del año, si bien la evolución entre las principales economías fue desigual (Gráfica 5). En particular, el PIB de la región registró un crecimiento trimestral anualizado de sólo 0.2 por ciento. Destaca la tendencia a la baja de la actividad económica en Italia, el estancamiento en Francia y la caída en Alemania. Asimismo, los indicadores prospectivos apuntan a un crecimiento endeble en el tercer trimestre, influenciados por las tensiones geopolíticas en Ucrania y por una debilidad mayor a la prevista en la demanda interna.

Por su parte, la inflación en la zona del euro se mantiene en niveles muy bajos, en tanto que sus expectativas siguen revisándose a la baja. Ello ha incrementado los riesgos de deflación en la región. En agosto, la inflación general registró su menor lectura desde octubre de 2009, con una variación anual de 0.3 por ciento.

Con el propósito de impulsar la recuperación económica en un entorno en que se percibe riesgo de deflación en la zona del euro, el Banco Central Europeo anunció en su reunión de septiembre una reducción de 10 puntos base en sus tasas de referencia y el inicio, a partir de octubre, de un Programa de Compra de Valores Respaldados por

Activos del sector privado no financiero, y de un nuevo Programa de Compra de Bonos Cubiertos (covered bonds) emitidos por instituciones financieras.

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

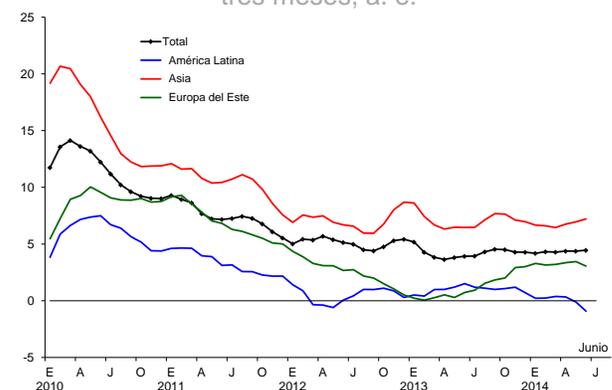


a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Haver Analytics.

La actividad productiva en las economías emergentes parece haberse estabilizado en tasas relativamente bajas, pero con diferencias entre regiones. Así, la producción industrial muestra un mayor dinamismo en Asia, en contraste con una contracción del sector en América Latina y una menor solidez en Europa emergente, afectada por el estancamiento en la zona del euro y las tensiones geopolíticas en Ucrania (Gráfica 6).

Gráfica 6
Economías Emergentes: Producción Industrial
Variación anual en por ciento de la media móvil de tres meses, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

En cuanto a los precios de las materias primas, las caídas en los precios de la energía y los granos más que compensaron las alzas en los precios de los metales. Los precios del petróleo descendieron debido a la menor demanda principalmente de Estados Unidos, China y la zona del euro, así como al aumento en la oferta de algunas regiones productoras, a pesar de la intensificación de riesgos geopolíticos.

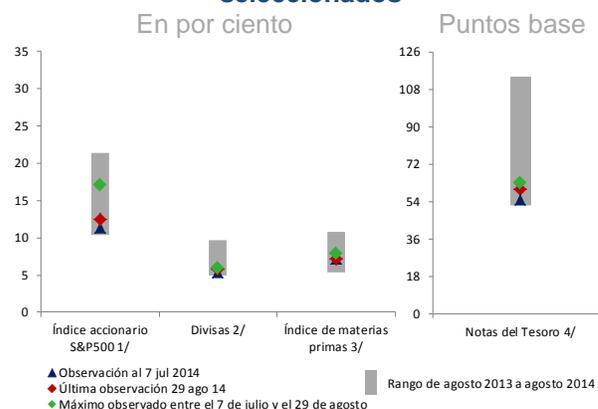
Derivado del mejor desempeño de la actividad económica en Estados Unidos, hacia finales de julio y principios de agosto, se observó un incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales, como reflejo de dos factores. Por un lado, la expectativa de algunos agentes económicos de que el primer incremento en la tasa de interés de fondos federales pudiera ocurrir antes de lo previamente anticipado. Adicionalmente, el incremento en los riesgos geopolíticos en diversas regiones también contribuyó al incremento en la volatilidad de los mercados financieros. A raíz de ello, en los mercados financieros de las economías emergentes, incluyendo México, se observaron depreciaciones de sus monedas e incrementos en las tasas de interés de mayor plazo. Sin embargo, en la segunda mitad de agosto se revirtieron la mayor parte de dichos ajustes, en la medida en que las expectativas para el primer incremento de la tasa de referencia en Estados Unidos regresaron a niveles similares a los prevalecientes antes de dicho episodio y se atenuaron los riesgos geopolíticos.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Desde la última reunión de política monetaria, los mercados financieros exhibieron un repunte temporal en la volatilidad, debido a los factores antes señalados (Gráfica 7). Lo anterior provocó una mayor cautela por parte de los inversionistas, reflejada en una liquidación de posiciones en algunos activos de mayor riesgo de mercado.

Gráfica 7
Índices de volatilidad de mercados financieros seleccionados



Para el caso de las notas del Tesoro, índice accionario S&P500 e índice de divisas se muestra la volatilidad implícita en las opciones. Para el índice de materias primas, se presenta la volatilidad histórica.

1/ VIX("CBOE Volatility Index"): Índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el S&P500.

2/ CVIX: Volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EUR-USD: 35.9%, USD-JPY: 21.79%, GBP-USD: 17.95%, USD-CHF: 5.13%, USD-CAD: 5.13%, AUD-USD: 6.14%, EUR-JPY: 3.85%, EUR-GBP: 2.56%, EUR-CHF: 1.28%

3/Volatilidad realizada del índice CRB (índice compuesto por 19 contratos a futuro de materias primas subdividido en 4 grupos: energéticos: 39%, agrícolas: 41%, metales preciosos: 7% y metales básicos: 13%).

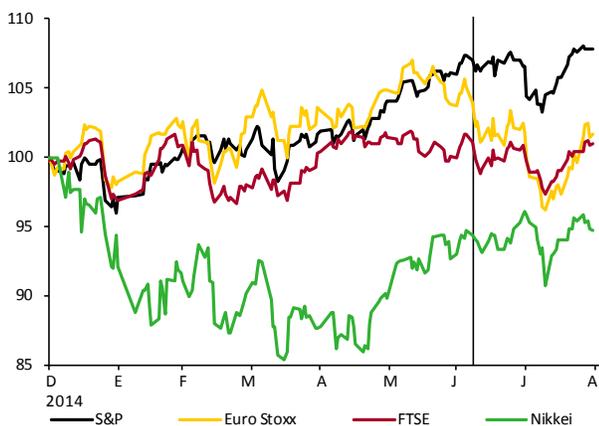
4/ MOVE (Merrill Option Volatility Estimate): Índice de volatilidad implícita de opciones "At the Money" a un plazo a vencimiento de un mes sobre bonos del Tesoro con vencimiento de 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch/Bank of America.

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

En este sentido, los índices accionarios, particularmente en Europa, se ajustaron a la baja ante la expectativa de que la actividad económica de la región se vea afectada por el conflicto entre Ucrania y Rusia, aunado al deterioro de las relaciones comerciales de este último país con la Unión Europea (Gráfica 8).

Gráfica 8
Evolución de índices accionarios de países seleccionados

Índice 31-dic-2013=100

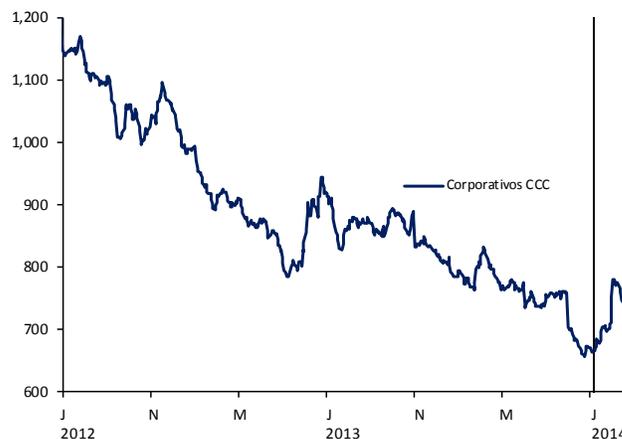


La línea vertical indica la fecha de la última reunión de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Bloomberg.

Asimismo, los bonos corporativos de menor calidad crediticia tuvieron una ampliación de sus diferenciales de rendimiento frente a bonos gubernamentales (Gráfica 9 y Gráfica 10), luego de una importante liquidación de posiciones por parte de fondos mutuos que invierten en este tipo de activos.

Gráfica 9
Diferencial entre las tasas de interés de deuda corporativa de Estados Unidos emitida en dólares y las tasas de notas del Tesoro

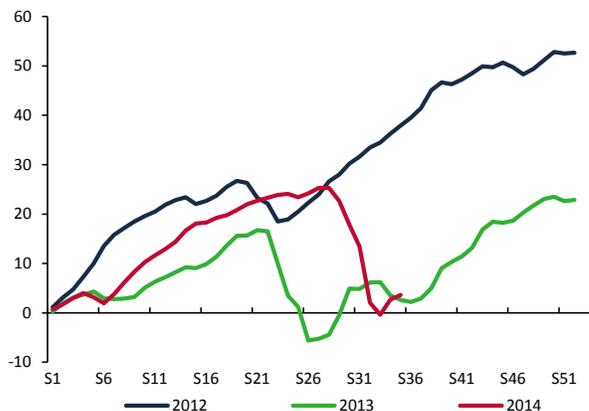
Puntos base



La línea vertical indica la fecha de la última reunión de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Índices de Bank of America / Merrill Lynch. La duración del índice es de aproximadamente 3 años.

Gráfica 10
Flujos acumulados a fondos mutuos que invierte en bonos de alto rendimiento

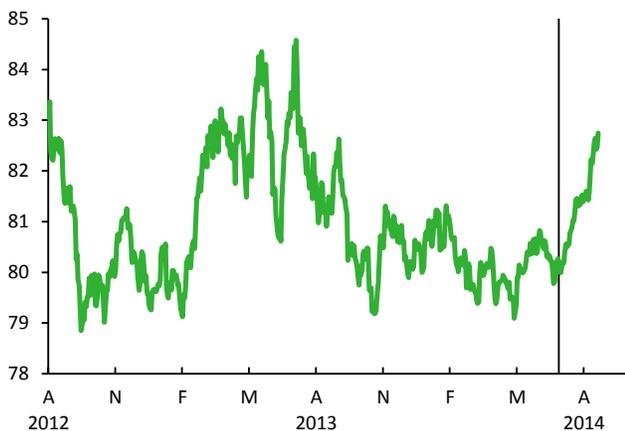
Miles de millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

En contrapartida, los activos considerados refugio de valor presentaron un buen desempeño. El dólar estadounidense se fortaleció alcanzando su nivel más apreciado de los últimos doce meses frente a las principales divisas (Gráfica 11) y las tasas de interés de bonos gubernamentales disminuyeron en forma significativa, principalmente en los plazos más largos de las curvas de rendimiento (Gráfica 12). De hecho, destacó que en varios países de la Eurozona las tasas de interés de los bonos soberanos alcanzaron niveles históricamente bajos, mientras que en Estados Unidos se ubican muy cerca de los niveles más bajos del año.

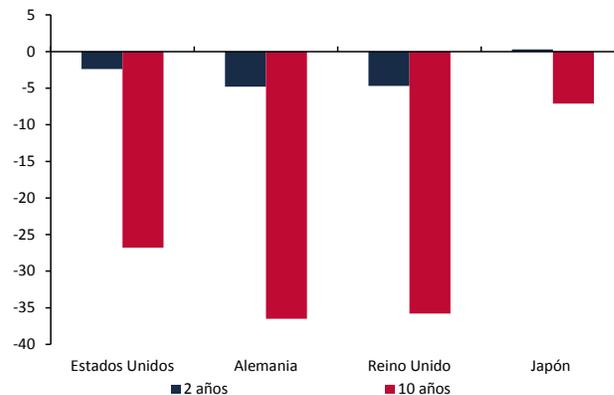
Gráfica 11
Tipo de cambio del dólar frente a las seis principales divisas ponderado por volumen de operación (DXY)*
 Unidades



*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%. Base = 100.
 La línea vertical indica la fecha de la última reunión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 12
Cambio en las tasas de interés de bonos gubernamentales con vencimientos de 2 y 10 años de países seleccionados

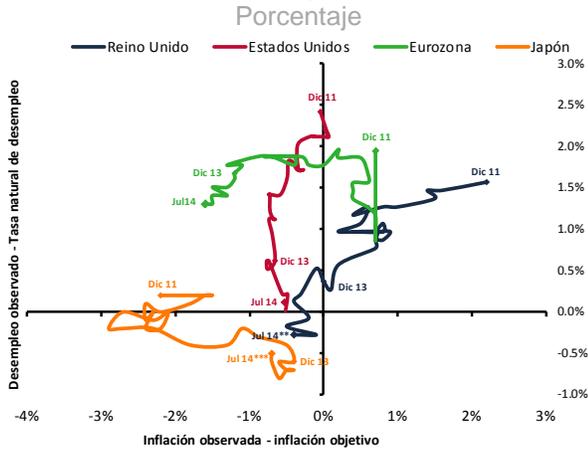
Cambio del 7 de julio al 29 de agosto de 2014, puntos base



Fuente: Bloomberg.

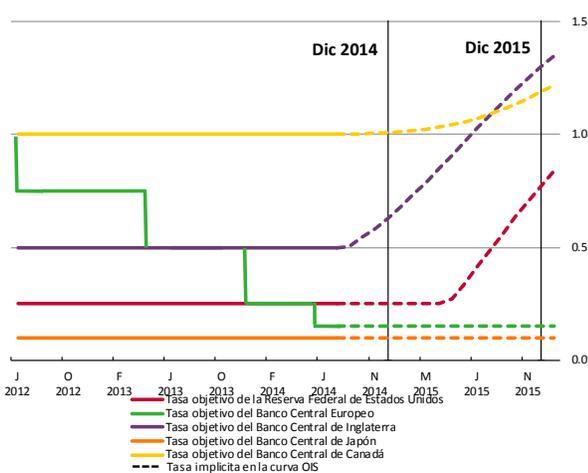
En lo que toca a las expectativas sobre el crecimiento económico y el rumbo de la política monetaria en los países avanzados, los últimos indicadores confirman que estas naciones pasan por distintas fases del ciclo económico y, por lo tanto, se anticipa que sus políticas monetarias sean divergentes. En particular, se espera que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra se acerquen a sus objetivos de política monetaria en el curso de los siguientes meses y, en consecuencia, inicien el proceso de normalización de sus tasas de referencia durante 2015. Por el contrario, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón podrían mantener su estímulo por más tiempo o incluso incrementarlo para inducir una recuperación económica más rápida sin afectar la estabilidad de precios en el mediano plazo (Gráfica 13 y Gráfica 14).

Gráfica 13
Desviación de la inflación frente al objetivo del banco central y desviación de la tasa de desempleo frente a la tasa natural de desempleo*



*Para los datos de inflación se utiliza el cambio anual en el índice general de precios al consumidor, con excepción de Estados Unidos que se usa el cambio anual en el deflactor del consumo (PCE). La tasa natural de desempleo se basa en las estimaciones de la OCDE para cada economía. ** El dato de desempleo corresponde a junio de 2014, mientras que la inflación corresponde para julio 2014.*** El dato de inflación excluye el efecto por el incremento del IVA (de acuerdo a la cifra publicada por el Banco de Japón).
 Fuente: Bloomberg, OCDE y Banco de Japón.

Gráfica 14
Tasa de referencia implícita en la curva OIS para países seleccionados*



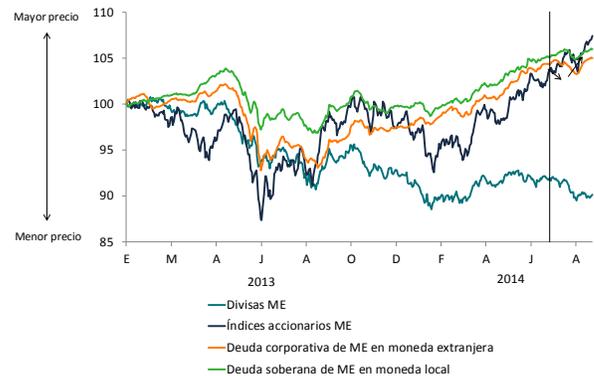
*OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.
 Fuente: Bloomberg con cálculos de Banco de México.

2.2.2 Mercados emergentes

Desde julio, los precios de los activos financieros de los países emergentes mostraron una mayor volatilidad, la cual fue producto principalmente de las tensiones geopolíticas y de la expectativa de ajuste en las políticas monetarias en varios países desarrollados. No obstante lo anterior, tanto las condiciones de operación como los niveles de volatilidad alcanzados mostraron un menor deterioro que el registrado en periodos de inestabilidad anteriores.

De esta manera, la mayoría de las divisas se depreciaron frente al dólar, mientras que los mercados accionarios y de renta fija moderaron el ritmo de apreciación que han mostrado desde el inicio del año (Gráfica 15).

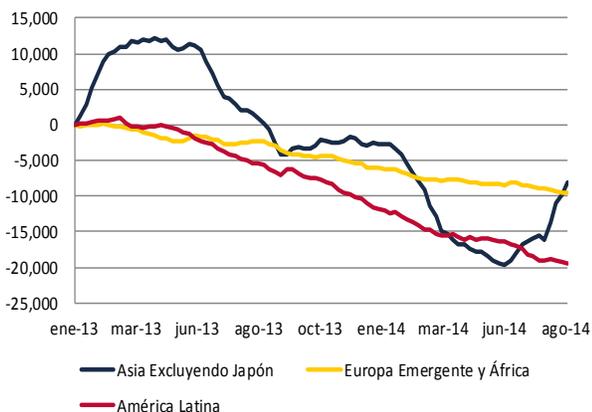
Gráfica 15
Desempeño de diversos activos financieros de países emergentes
 Índice (Base 31 diciembre 2012 = 100)



Nota: En el caso del índice de divisas se consideraron 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 de emergentes se muestra el índice MSCI para países emergentes en moneda local, que incluye a 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, mientras que para los bonos corporativos de ME se consideró el índice CEMBI de JPMorgan, que contempla emisiones en dólares americanos.
 La línea negra vertical indica la última reunión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: JPMorgan y Bloomberg.

Los eventos anteriores ocurrieron en un entorno donde los flujos de inversión de cartera hacia los mercados emergentes continúan moderándose (Gráfica 16).

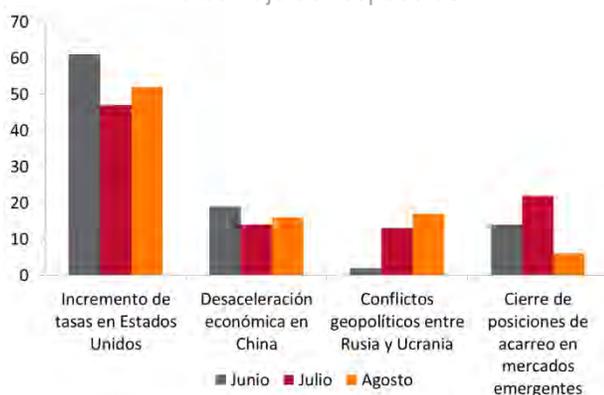
Gráfica 16
Flujos acumulados de capital de fondos de inversión por región (deuda y acciones)
Millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Se anticipa que los principales eventos de riesgo en estos mercados durante los siguientes meses continuarán siendo el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, así como la evolución de los diferentes conflictos geopolíticos (Gráfica 17).

Gráfica 17
Encuesta sobre los principales riesgos que enfrentarán los países emergentes en los próximos seis meses
Porcentaje de respuestas

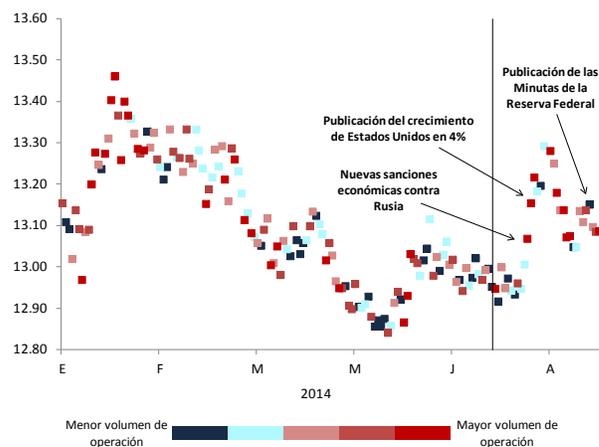


Nota: Encuesta elaborada por Bank of America-Merrill Lynch durante la semana del 18 al 22 de agosto de 2014, a un total de 89 inversionistas de Estados Unidos, Europa, Asia y Latinoamérica con activos bajo administración con alrededor de 340 miles de millones de dólares.
Fuente: Bank of America.

2.2.3 Mercados en México

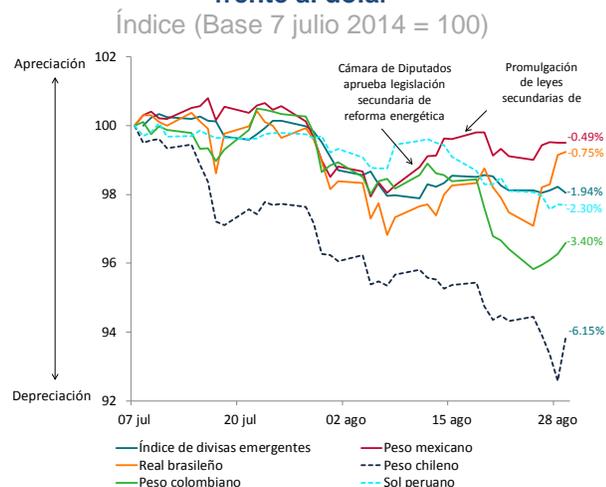
En México los precios de los activos financieros mostraron un comportamiento ligeramente negativo, en un contexto en donde otros mercados emergentes mostraron deterioros más importantes. La publicación de cifras económicas mejores a lo anticipado en Estados Unidos, y su potencial efecto sobre el ritmo de normalización de la política monetaria en dicho país, contribuyeron a la moderada depreciación del peso durante el periodo (Gráfica 18). Sin embargo, la aprobación en nuestro país de las leyes secundarias en materia energética junto con un calendario adelantado para su instrumentación, y los rumores sobre una posible mejora de la calificación soberana de México, fueron factores que permitieron que los activos financieros mexicanos tuvieran un mejor desempeño relativo a la mayoría de los mercados emergentes (Gráfica 19).

Gráfica 18
Tipo de cambio peso mexicano – dólar y volumen de operación al contado
Pesos por dólar



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

Gráfica 19
Desempeño del peso mexicano y otras divisas frente al dólar



Durante agosto se observó una disminución importante en las posiciones especulativas largas en pesos de corto plazo en el mercado de futuros, destacando el reducido impacto que esto tuvo en la cotización del peso frente al dólar (Gráfica 20). Por su parte, las inversiones en activos de mayor plazo denominadas en pesos continuaron incrementándose (Gráfica 21).

Gráfica 20
Posición especulativa neta del peso mexicano en los futuros de Chicago (IMM)



Gráfica 21
Tenencia de valores gubernamentales por parte de extranjeros

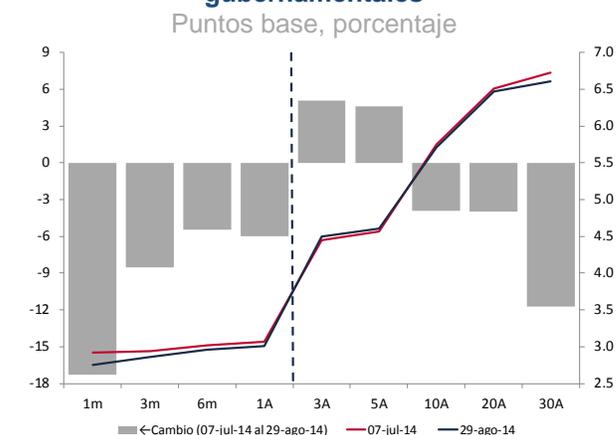


Nota: La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Banco de México.

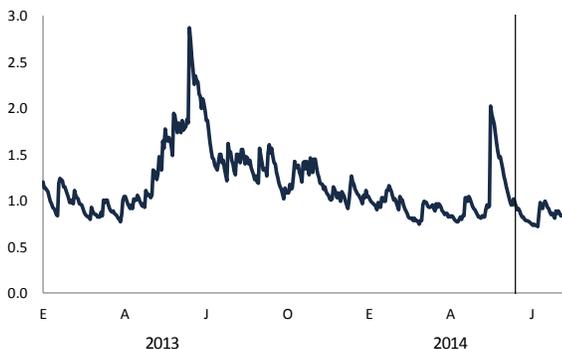
En el mercado de dinero las tasas de interés registraron movimientos mixtos durante el periodo. Los instrumentos de plazos entre 3 y 5 años presentaron aumentos que promediaron cinco puntos base, mientras que los de mayor plazo registraron disminuciones de hasta doce puntos base. Así, la pendiente de la curva de rendimientos, medida por el diferencial entre los plazos de 30 y 3 años, registró un aplanamiento de diecisiete puntos base desde la última reunión de política monetaria (Gráfica 22).

Gráfica 22
Curva de rendimiento de valores gubernamentales



A pesar del ya mencionado repunte en la volatilidad en los mercados financieros, las condiciones de operación en los de México fueron ordenadas. Así, la liquidez, los diferenciales de compra-venta y la volatilidad de las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables durante el periodo de referencia (Gráfica 23).

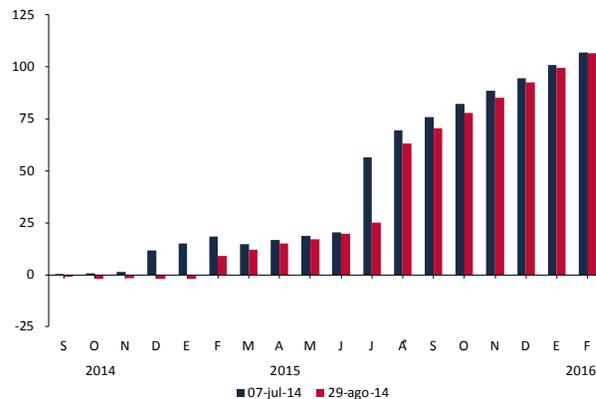
Gráfica 23
Volatilidad de la tasa de interés del bono gubernamental con vencimiento en diciembre 2024
 Por ciento



Nota: La línea negra vertical indica la última decisión de política monetaria de Banco de México.
 Fuente: Banco de México

Finalmente, tanto las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales, así como la estructura de la curva de rendimientos, permanecieron estables durante el periodo. De esta manera, el mercado anticipa que el siguiente movimiento de la tasa de referencia sea un alza de 25 puntos base en el tercer trimestre de 2015, en línea con el consenso de los analistas de mercado (Gráfica 24).

Gráfica 24
Movimientos de tasa implícitos en la curva de swaps de TIEE a 28 días
 Puntos base



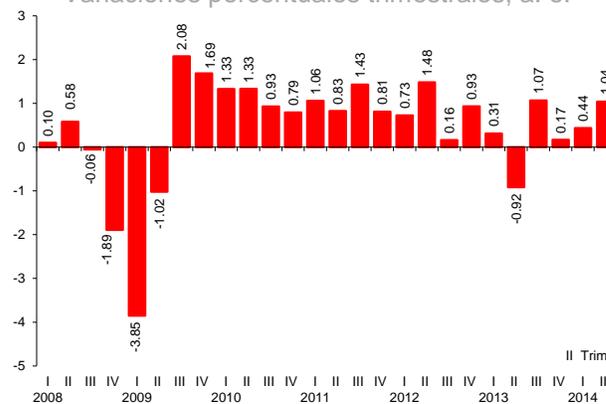
Fuente: Banco de México con información de PIP y Bloomberg.

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

2.3.1. Actividad económica

Durante el segundo trimestre de 2014, la actividad económica en México presentó una recuperación importante respecto al débil desempeño observado en los dos trimestres previos (Gráfica 25). Dicho repunte estuvo impulsado principalmente por el dinamismo de la demanda externa, si bien la interna también registró una mejoría en relación con el comportamiento que había mostrado con anterioridad.

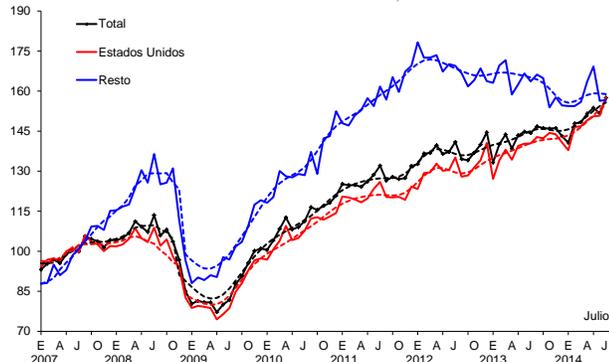
Gráfica 25
Producto Interno Bruto
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



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

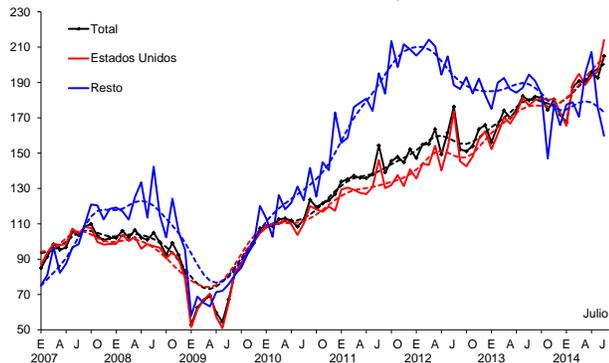
En particular, en el periodo febrero-julio de 2014 las exportaciones manufactureras exhibieron una tendencia positiva, después de la contracción que presentaron en enero (Gráfica 26). Este desempeño reflejó tanto el dinamismo de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, como el de las exportaciones no automotrices canalizadas al resto del mundo (Gráfica 27 y Gráfica 28).

Gráfica 26
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2007 = 100, a. e.



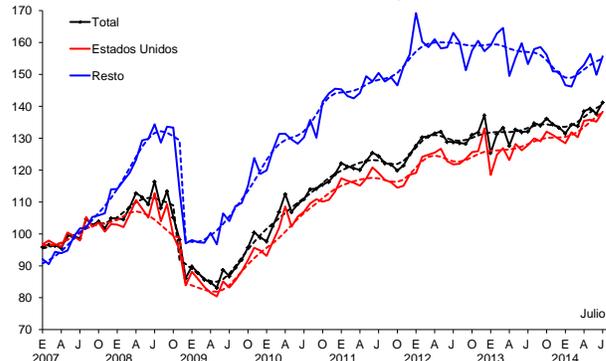
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 27
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.

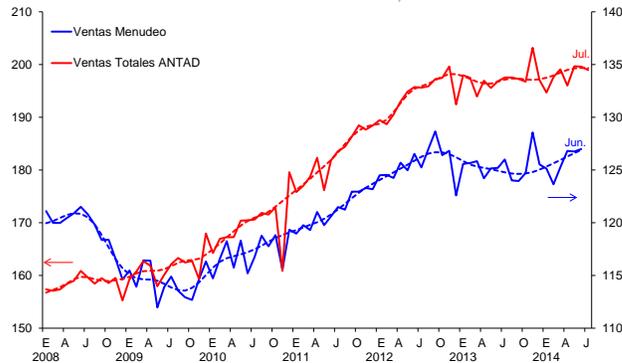
Gráfica 28
Exportaciones Manufactureras No Automotrices
Índices 2007 = 100, a. e.



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.

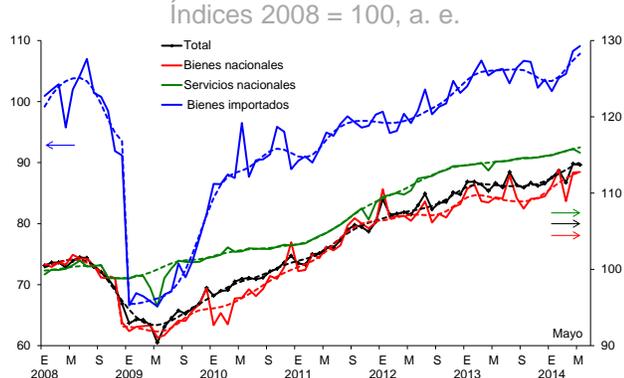
Por su parte, en el segundo trimestre de 2014 algunos indicadores del consumo privado y de la inversión fija bruta comenzaron a mostrar una gradual recuperación. En cuanto al consumo privado, tanto las ventas totales de la ANTAD, como las ventas al menudeo en los establecimientos comerciales, presentaron niveles más elevados respecto a los observados a principios del año en curso (Gráfica 29). Asimismo, en el bimestre abril-mayo el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior (que incluye el consumo tanto de mercancías, como de servicios) exhibió un aumento desestacionalizado respecto al nivel promedio registrado en el trimestre anterior, lo cual también parecería sugerir una reactivación del consumo privado en el segundo trimestre de 2014 (Gráfica 30).

Gráfica 29
Ventas Totales de la ANTAD y Ventas en Establecimientos Comerciales al por Menor
Índices 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: Elaboración de Banco de México con información del INEGI y ANTAD.

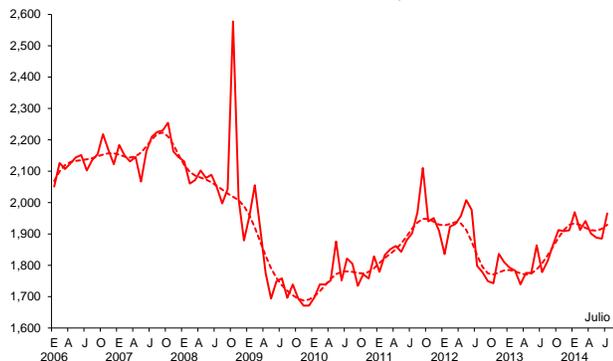
Gráfica 30
Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior^{1/}
 Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 1/ Este indicador mide el comportamiento del gasto realizado por los hogares residentes del país en bienes y servicios de consumo de origen nacional así como en bienes importados. No incluye las compras netas en el mercado exterior ni los servicios importados.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

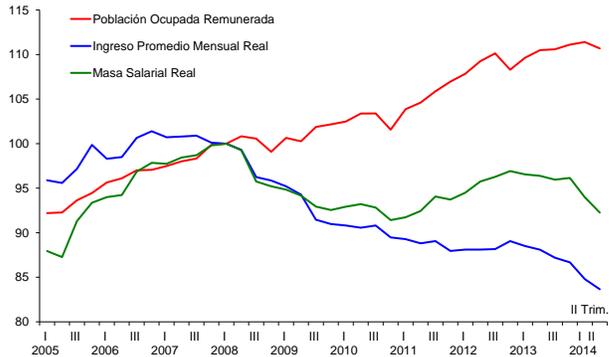
Sin embargo, algunos determinantes del consumo continúan mostrando cierta debilidad. En particular, a pesar del repunte observado en julio de 2014, las remesas familiares no han recuperado la tendencia positiva que exhibieron en la segunda parte de 2013 (Gráfica 31), en tanto que la masa salarial real de los trabajadores para la economía en su conjunto registró una contracción en el segundo trimestre del año en curso (Gráfica 32).

Gráfica 31
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.

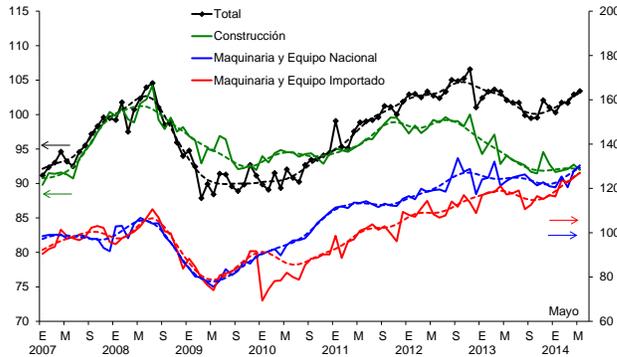
Gráfica 32
Masa Salarial Real Total
 Índices 2008-I = 100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

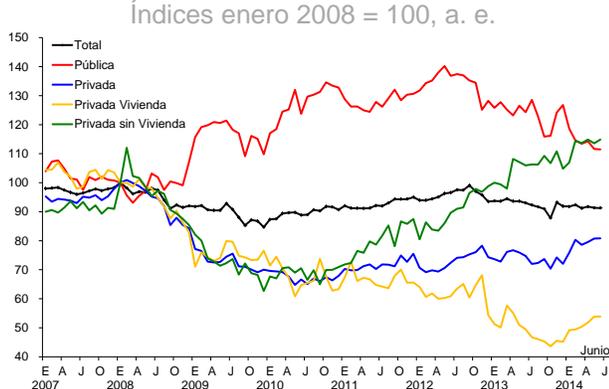
Con relación a la inversión fija bruta, si bien ésta continúa en niveles relativamente bajos, su desempeño reciente sugiere una gradual reactivación, luego de la debilidad observada en la mayor parte de 2013 y los primeros meses del año en curso (Gráfica 33). Esta mejoría reflejó, principalmente, el dinamismo que mostró el gasto en maquinaria y equipo, nacional e importado, a la vez que la inversión en construcción de vivienda registró cierta recuperación (Gráfica 34).

Gráfica 33
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.

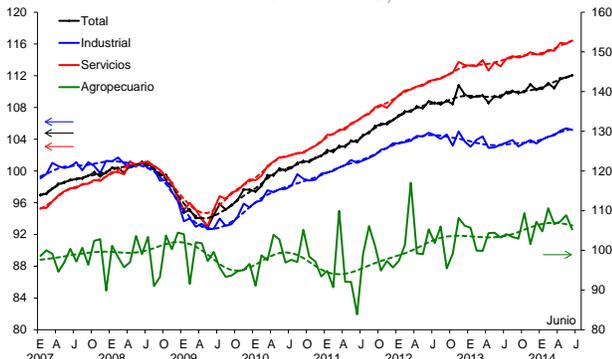
Gráfica 34
Valor Real de la Producción en la Construcción
por Sector Institucional Contratante



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.

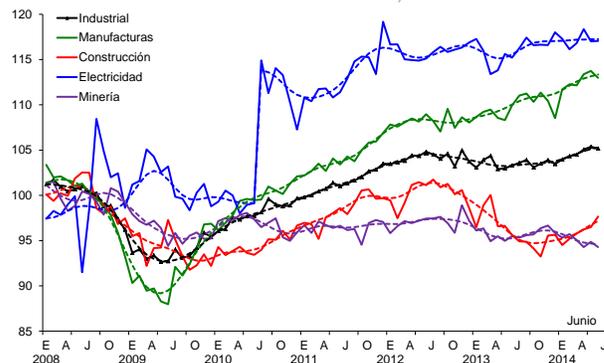
La expansión de la demanda externa y la mejoría en la interna se reflejaron en un repunte de la actividad productiva en el segundo trimestre de 2014, en relación con el bajo ritmo de crecimiento que se observó en los dos trimestres previos. En particular, en el periodo abril-junio tanto la producción industrial, como el sector servicios, exhibieron un incremento en su dinamismo (Gráfica 35). Al interior de la actividad industrial, la producción manufacturera continuó mostrando una tendencia positiva, después de la caída registrada a finales de 2013, mientras que el sector de la construcción presentó una recuperación en relación con el débil desempeño observado desde mediados de 2012 (Gráfica 36).

Gráfica 35
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 (SCNM), INEGI.

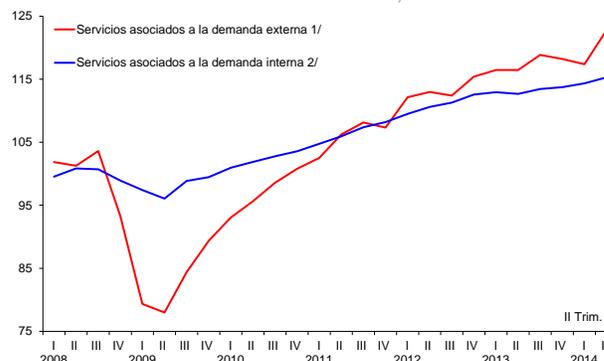
Gráfica 36
Actividad Industrial
 Índices 2008 = 100, a. e.



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.

En congruencia con el comportamiento del sector exportador, el repunte en las actividades terciarias en el segundo trimestre de 2014 fue resultado, principalmente, de la recuperación de los servicios más relacionados a la demanda externa, si bien los servicios más asociados a la demanda interna también presentaron un desempeño favorable (Gráfica 37).

Gráfica 37
PIB de Servicios: Total
 Índices 2008 = 100, a. e.



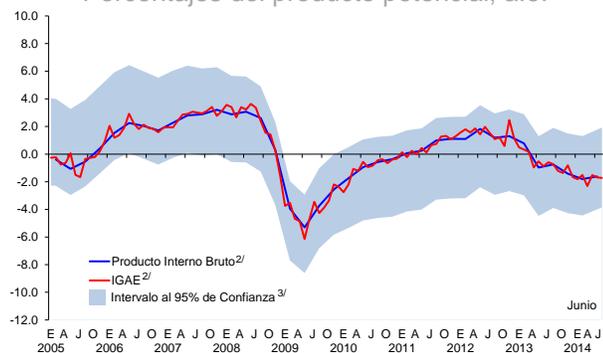
a.e. / Cifras con ajuste estacional.
 1/ Incluye los sectores de Comercio Exterior y Transporte asociado a la demanda externa (Elaboración de Banco de México).
 2/ Incluye el resto de los sectores de las actividades terciarias (Elaboración de Banco de México).
 Fuente: Elaboración y desestacionalización 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

Derivado de su débil desempeño en el primer trimestre, el grado de holgura en la economía continúa siendo mayor al que se anticipaba hace unos meses, a pesar de la recuperación en el segundo trimestre de 2014 (Gráfica 38). A pesar de ello, se prevé que dicha holgura se vaya reduciendo gradualmente en los siguientes trimestres. Por tanto, no se han registrado presiones sobre la inflación por el lado de la demanda agregada.

Gráfica 38
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
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 segundo trimestre de 2014; cifras del IGAE a junio de 2014.

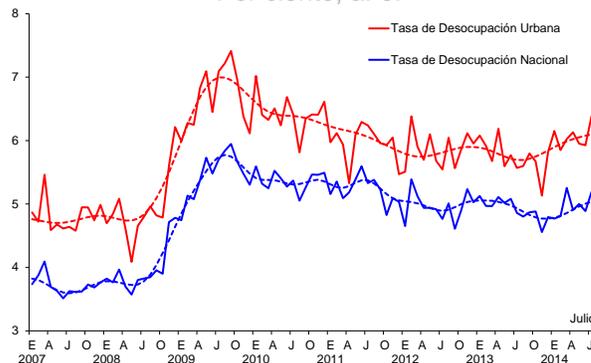
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

Asimismo, las cifras más oportunas indican que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral. En específico, no obstante que el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó presentando una trayectoria creciente en los primeros siete meses de 2014, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, se han ubicado en niveles superiores a los observados a finales de 2013 (Gráfica 39). En este contexto, a pesar de los recientes aumentos registrados en el salario base de cotización en el IMSS (Gráfica 40), la contracción en el ingreso promedio real de los trabajadores y la tendencia de la productividad en la economía han contribuido a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto continúen disminuyendo (Gráfica 41).

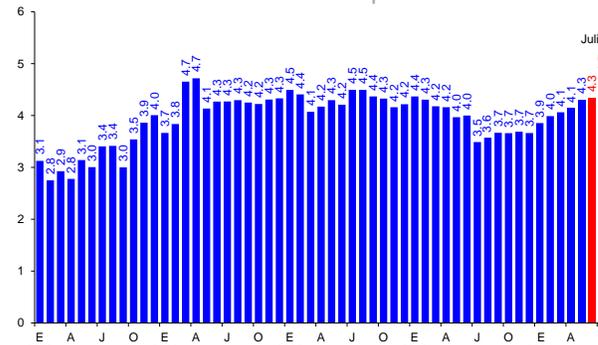
Gráfica 39
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



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

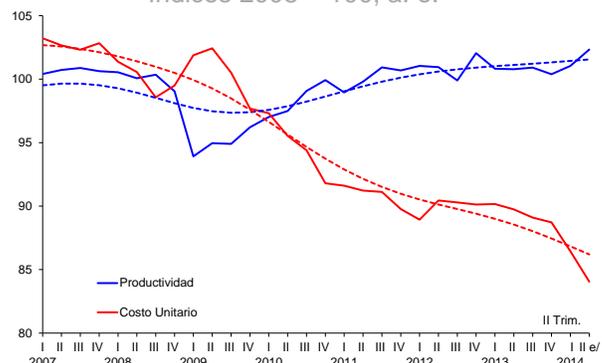
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Gráfica 40
Salario Base de Cotización al IMSS
Variación anual en por ciento



Fuente: IMSS.

Gráfica 41
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra^{1/}
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/ Estimado por Banco de México.

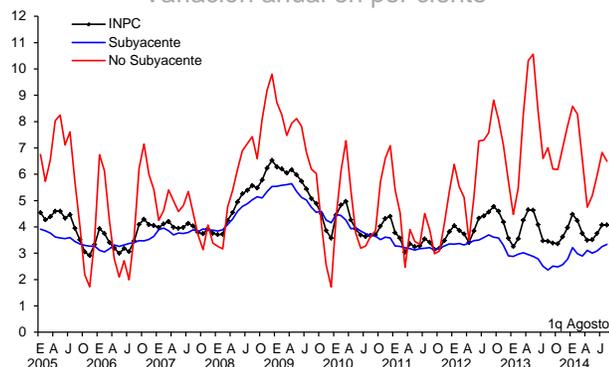
Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. IGPLE publicado por INEGI.

El financiamiento al sector privado no financiero continuó expandiéndose, en concordancia con el mayor dinamismo que registró la economía en el segundo trimestre. Esto fue resultado, en buena medida, de los mayores recursos del exterior destinados al financiamiento a las empresas y de un ritmo de crecimiento ligeramente más acelerado del crédito de la banca comercial respecto del trimestre previo. Por su parte, las tasas de interés y los índices de morosidad se han mantenido relativamente estables, lo cual sugiere que no hay indicios de presiones de demanda en el mercado de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

De acuerdo a lo anticipado por el Banco de México, la inflación general anual exhibió un repunte en los últimos meses, en parte atribuible a que se deshizo el efecto aritmético de una elevada base de comparación en el subíndice de precios de productos agropecuarios. Adicionalmente, se presentaron algunos cambios en precios relativos que llevaron al indicador general a situarse por encima de 4 por ciento. Este repunte en la inflación se atribuye principalmente a las complicaciones fitosanitarias y climáticas en Estados Unidos que han presionado al alza los precios de la carne de res y de cerdo a nivel internacional y que se vieron reflejados en sus precios en México. De esta forma, la inflación general anual pasó de 3.75 por ciento en junio a 4.07 por ciento en la primera quincena de agosto de 2014 (Gráfica 42).

Gráfica 42
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

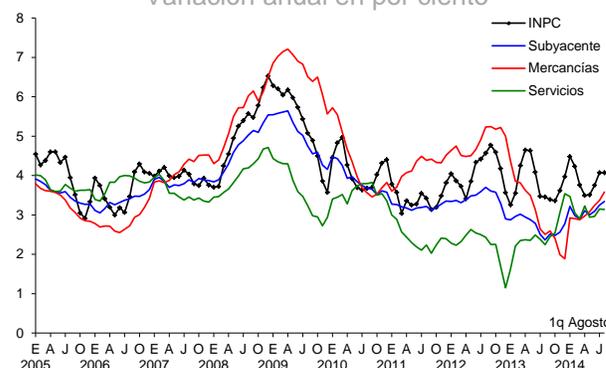


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual se ha mantenido en niveles moderados, pasando de 3.09 a 3.34 por ciento entre junio y la primera quincena de agosto

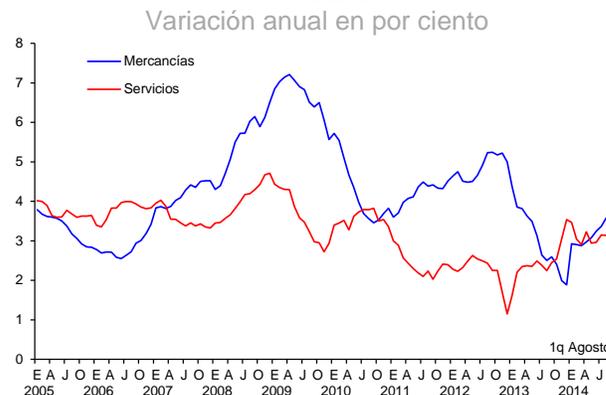
de este año (Gráfica 43 y Cuadro 1). El subíndice de precios de las mercancías aumentó de 3.24 a 3.58 por ciento en las fechas referidas, como resultado, principalmente, de las mayores tasas de crecimiento en los precios de las alimenticias, destacando las alzas de precio en algunos alimentos elaborados con base en la carne de cerdo. En lo que se refiere a las mercancías no alimenticias, la tasa de variación anual de sus precios sigue exhibiendo niveles bajos, no obstante, ésta se incrementó de 1.78 a 2.15 por ciento de junio a la primera quincena de agosto como resultado del fin de la temporada de ofertas de verano. En el mismo periodo, el subíndice de precios de los servicios pasó de 2.96 a 3.14 por ciento, aumento que se explica, principalmente, por una mayor tasa de crecimiento en los precios del grupo de servicios distintos a educación y vivienda asociada, en gran parte, a las elevadas tasas de variación anual en las cotizaciones de las tarifas aéreas (Gráfica 44 y Cuadro 1).

Gráfica 43
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

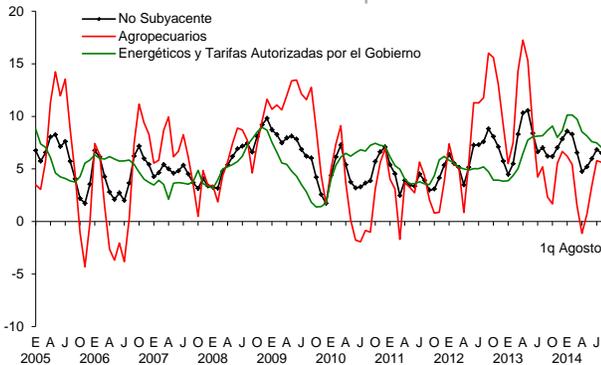
Gráfica 44
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual pasó de 5.96 a 6.50 por ciento entre junio y la primera quincena de agosto de 2014 (Gráfica 42 y Cuadro 1). Este aumento se debió al comportamiento del subíndice de precios de productos agropecuarios, el cual se incrementó de 3.37 a 5.63 por ciento en el lapso señalado. Lo anterior se explica, fundamentalmente, por dos situaciones: i) el brote de diarrea epidémica porcina en Estados Unidos y México que ha afectado la oferta de carne de cerdo, con el consecuente aumento en su precio; y, ii) las afectaciones climáticas por las heladas de inicios de año en Estados Unidos que han retrasado el restablecimiento del hato ganadero bovino, presionando al alza su precio. Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno disminuyó su tasa de variación anual de 7.59 a 7.03 por ciento entre las fechas referidas, a consecuencia de menores incrementos en los precios de las gasolinas en varias ciudades de la frontera norte y de bajas en las cotizaciones del gas doméstico, al tiempo que no se repitieron los ajustes a las tarifas del transporte colectivo del año previo (Gráfica 45 y Cuadro 1).

Gráfica 45
Subíndices No Subyacentes
Variación anual en por ciento

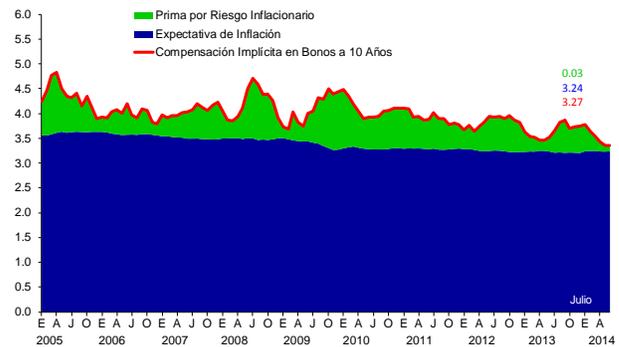


Fuente: Banco de México e INEGI.

Las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) se encuentran estables y cercanas a 3 por ciento (Gráfica 46). Al respecto, conviene señalar que la prima por riesgo inflacionario se ha reducido. Como reflejo de lo anterior, la compensación por inflación y riesgo inflacionario también ha disminuido, situándose actualmente en su mínimo histórico. Dicha reducción refleja que los tenedores de instrumentos

referenciados a tasas nominales han venido demandando una cobertura por inflación futura menor, posiblemente como reflejo de una menor percepción del riesgo asociado a la misma.

Gráfica 46
Contribución de la Expectativa de Inflación y la Prima por Riesgo Inflacionario a la Compensación por Inflación^{1/}
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. Para detalles sobre la descomposición de dicha compensación ver el Recuadro 1 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2013.

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

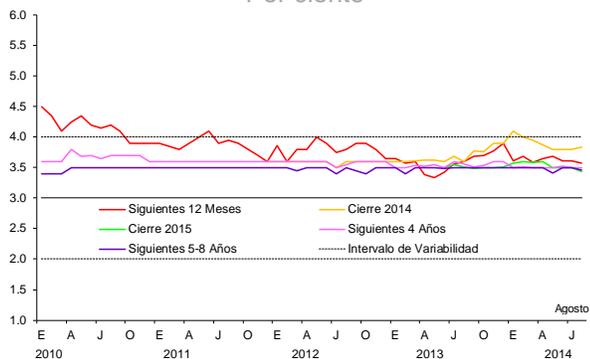
En lo que corresponde a las expectativas de inflación de largo plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, éstas se han mantenido estables pero en niveles cercanos a 3.50 por ciento (Gráfica 47). Por su parte, las expectativas de inflación general para el cierre de 2014 se han mantenido alrededor de 3.80 por ciento desde mayo, mientras que las correspondientes al cierre de 2015 se han ubicado también en niveles cercanos a 3.50 por ciento en los últimos meses.

Considerando que los precios de los productos pecuarios suelen tener un alto grado de persistencia, se prevé que su reciente aumento se verá reflejado en la inflación general anual durante los próximos meses. De esta forma, se anticipa que este indicador cierre 2014 alrededor de 4 por ciento, que al inicio de 2015 presente una disminución importante, se acerque a 3 por ciento en la primera mitad del año y cierre ligeramente por debajo de dicho nivel. La reducción significativa de la inflación general al inicio de 2015 se sustenta en la dilución del efecto de las medidas fiscales implementadas en enero de 2014, en la reducción anunciada del ajuste anual en el precio de las

gasolinas y en la reversión del choque en precios relativos (cárnicos) arriba mencionado. Esta previsión considera que la inflación subyacente se ubique cerca de 3 por ciento al final de 2014 y por debajo de dicho nivel en 2015.

Gráfica 47
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.

La trayectoria prevista no está exenta de riesgos y podría verse afectada por algunos factores, entre los cuales destacan los siguientes. A la baja, la posibilidad que la actividad económica tenga una recuperación menor a la anticipada, así como precios más bajos por servicios de telecomunicaciones como resultado de las reformas recientemente aprobadas en ese sector. Al alza, la ocurrencia de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que provoquen ajustes al tipo de cambio con su consecuente efecto sobre la inflación. En todo caso, de ocurrir dichos ajustes se esperaría que el efecto sobre la inflación sería moderado y transitorio, dado el bajo traspaso de variaciones cambiarias a precios y el grado de holgura que prevalece en la economía. Igualmente, como riesgo al alza no se puede descartar la posibilidad de aumentos adicionales en los precios de los productos pecuarios, aunque éstos también se disiparían con el tiempo.

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

Concepto	Diciembre 2013	Junio 2014	Agosto 1q 2014
INPC	3.97	3.75	4.07
Subyacente	2.78	3.09	3.34
Mercancías	1.89	3.24	3.58
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.67	5.06	5.35
Mercancías no Alimenticias	1.26	1.78	2.15
Servicios	3.54	2.96	3.14
Vivienda	2.19	2.15	2.07
Educación (Colegiaturas)	4.42	4.46	4.14
Otros Servicios	4.69	3.40	4.00
No Subyacente	7.84	5.96	6.50
Agropecuarios	6.67	3.37	5.63
Frutas y Verduras	13.89	-2.15	-0.13
Pecuarios	2.43	6.34	8.82
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	8.65	7.59	7.03
Energéticos	8.30	8.42	7.81
Tarifas Autorizadas por Gobierno	9.32	6.18	5.71

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.

Todos los integrantes de la Junta de Gobierno afirmaron que la economía mundial registró una recuperación en el segundo trimestre del año y la mayoría agregó que el balance de riesgos para el crecimiento global ha mejorado. Concordaron en que la economía mexicana también registró una reactivación en el segundo trimestre y la mayoría aseveró que el balance de riesgos para la actividad económica ha mejorado. La mayoría de los integrantes sostuvo que, a pesar del repunte de la actividad económica, dada la debilidad registrada en los dos trimestres previos prevalecen condiciones de holgura en la economía. Todos los miembros de la Junta de Gobierno señalaron que la inflación general anual mostró un incremento no previsto en los últimos meses, alcanzando niveles por arriba de 4 por ciento. La mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación en el corto plazo se ha deteriorado por factores transitorios, si bien continúa anticipando una convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento en la primera mitad de 2015.

Los integrantes de la Junta de Gobierno coincidieron en que la actividad económica mundial registró una recuperación durante el segundo trimestre de 2014, si bien la mayoría de ellos aclaró que su dinamismo presenta diferencias entre las principales economías avanzadas, así como entre éstas y las emergentes. Un miembro destacó que se anticipa que la recuperación de la economía mundial muestre un mayor dinamismo en el resto del año, particularmente en virtud de la desaparición de los factores que afectaron transitoriamente a algunas de las principales economías avanzadas en el primer semestre. No obstante, algunos integrantes sostuvieron que aún se percibe debilidad en la actividad económica mundial y que se anticipa que la tasa de expansión global para 2014 en su conjunto sea moderada. Adicionalmente, un miembro arguyó que este escenario se encuentra sujeto a diversos riesgos, tanto de orden económico y financiero, como de naturaleza geopolítica. Sin embargo, la mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento global ha mejorado.

La mayoría de los miembros de la Junta destacó que la economía de Estados Unidos mostró un repunte en el segundo trimestre del año. Un integrante consideró que el mayor dinamismo estuvo apoyado principalmente por la expansión de la demanda interna y la reversión del proceso de desacumulación de inventarios observado en trimestres anteriores, mientras que otro agregó que la recuperación fue más robusta que lo anticipado y más que compensó la desaceleración observada durante el primer trimestre. La mayoría de los miembros concordó que la información más reciente sugiere que durante el tercer trimestre del año la actividad económica y el empleo de ese país han continuado recuperándose, si bien algunos apuntaron que diversos indicadores sugieren que aún prevalece cierta holgura. Asimismo, algunos miembros señalaron que se espera un fortalecimiento de la economía estadounidense para el resto del año y el siguiente, uno de ellos puntualizando que podrían registrarse tasas de expansión mayores a las de su tendencia de largo plazo.

La mayoría de los miembros de la Junta aseveró que la lectura sobre la política monetaria de Estados Unidos se ha vuelto más complicada. Argumentó que lo anterior se debe, en parte, a la dificultad para evaluar el grado de holgura prevaleciente en el mercado laboral, dado que éste está siendo influido tanto por factores de naturaleza cíclica, como de carácter estructural, que son difíciles de distinguir. En este contexto, la mayoría de los integrantes coincidió en que la Reserva Federal de Estados Unidos ha enviado señales mixtas con respecto a su postura de política monetaria hacia adelante. Por un lado, la mayoría de los integrantes recordó que dicha Institución ha continuado enfatizando que prevé que el proceso de normalización será gradual y destacaron que la inflación ha permanecido estable y en niveles por debajo del objetivo de largo plazo. Por otro lado, la mayoría también notó que dicho Instituto Central ha manifestado que las variables que utiliza como referencia en su decisión de política han mejorado más rápido que lo anticipado y que algunos integrantes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) advirtieron que podría ser apropiado iniciar la fase de apretamiento antes de lo previsto si la convergencia de estas variables hacia su meta se acelera. Así, un miembro afirmó que se ha incrementado el riesgo de que la Reserva Federal se vea en la necesidad de incrementar su tasa de interés de referencia antes de lo esperado por el mercado. No obstante, otro miembro enfatizó que ese Instituto Central ha

expresado preocupación respecto al impacto de sus decisiones sobre la estabilidad financiera y que, en caso de ser necesario, podría implementar medidas macroprudenciales.

Profundizando sobre la discusión anterior, un miembro argumentó que considera difícil que la Reserva Federal pueda mantener un proceso ordenado de retiro del estímulo monetario, elaborando sobre tres aspectos a considerar. En primer lugar, indicó que las políticas de guía futura son intertemporalmente incongruentes y que se ha observado una dispersión de opiniones entre los miembros del FOMC, dados los distintos costos de incumplimiento que cada uno de ellos enfrenta. En segundo lugar, arguyó también que problemas de agencia como los que surgen cuando los participantes del mercado delegan sus decisiones de inversión a grandes compañías manejadoras de activos, aunados a la fuerte competencia entre ellas por obtener rendimientos, pueden generar una excesiva toma de riesgos y dar lugar a “comportamientos de manada” y a burbujas especulativas racionales. Así, agregó que la manera en que las compañías manejadoras de activos actúan puede exacerbar tanto la entrada como la salida de capitales en las economías emergentes, lo cual podría conducir a un proceso desordenado de retiro del relajamiento cuantitativo de Estados Unidos. Aclaró que para que esto suceda el país originalmente receptor de los flujos no tiene que haberlos apalancado, por lo que las políticas macroprudenciales poco podrían hacer para contrarrestar estas salidas de capitales. En tercer lugar, enfatizó que existe una disyuntiva intertemporal entre qué tanto tiempo mantener una postura acomodaticia y la volatilidad en los mercados financieros que se pudiese generar, sobre todo en las economías emergentes, cuando se dé una señal clara respecto al momento del comienzo de la reducción del relajamiento de la política monetaria de Estados Unidos. Así, concluyó argumentando que, por los motivos señalados, podría ser difícil que el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos sea ordenado.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que la actividad económica en la zona del euro continuó estancada en el segundo trimestre del año. Algunos de ellos destacaron los bajos niveles de confianza de consumidores e inversionistas en la región, los cuales, según apuntó un miembro, parecen estar siendo afectados, entre otros factores, por los conflictos en Ucrania. En cuanto a la economía de Japón, algunos integrantes señalaron que el PIB de ese país registró una fuerte caída en el segundo

trimestre, lo cual, explicó uno de ellos, se debió al incremento en los impuestos al consumo en abril. Otro miembro arguyó que estos resultados ponen en duda la sostenibilidad de las agresivas políticas de estímulo fiscal y monetario que ha llevado a cabo el gobierno japonés. De igual manera, un integrante agregó que, si bien la recuperación de Japón parece haber reiniciado, las expectativas sobre el crecimiento económico para todo el año se han ajustado a la baja. Algunos integrantes aseveraron que, en contraste, la economía del Reino Unido ha mantenido el firme ritmo de expansión iniciado en 2013 y uno de ellos añadió que se anticipa que esa economía continúe mostrando tasas de crecimiento relativamente altas en la segunda mitad de 2014 y en 2015.

La mayoría de los integrantes afirmó que la tasa de crecimiento de las economías emergentes se ha estabilizado, si bien a un nivel relativamente bajo y con diferencias significativas entre ellas. En específico, algunos miembros destacaron la desaceleración en China y uno de ellos señaló la fragilidad económica de Brasil, Rusia, India y Sudáfrica. Otro integrante sostuvo que si bien el crecimiento de los países emergentes durante el segundo trimestre del año se vio favorecido por el crecimiento de las economías estadounidense y china, así como por condiciones financieras globales relajadas, la actividad económica en muchos de ellos continúa limitada por vulnerabilidades macroeconómicas y factores de naturaleza estructural. También puntualizó que, si bien se espera que estas economías registren un mayor ritmo de crecimiento del PIB en el segundo semestre del año, se proyectan tasas de expansión para 2014 inferiores a las registradas el año anterior.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que, dado el entorno de la actividad económica global, el panorama mundial para la inflación continúa siendo benigno. Asimismo, algunos miembros apuntaron que los precios de las materias primas también han tenido un buen comportamiento. Inclusive, la mayoría de los integrantes sostuvo que prevalecen riesgos de deflación en la zona del euro. En este entorno, la mayoría de los integrantes destacó que se espera que la política monetaria en las principales economías avanzadas y en gran parte de las emergentes continúe siendo acomodaticia en el futuro cercano. En particular, todos los miembros coincidieron en que la postura monetaria del Banco de Japón y del Banco Central Europeo continuará siendo laxa por un periodo prolongado, y que, de

hecho, estos institutos centrales podrían adoptar medidas adicionales de estímulo monetario. No obstante, la mayoría de los miembros resaltó la posibilidad de que las tasas de interés de política monetaria de Estados Unidos y del Reino Unido pudieran empezar a aumentar en 2015.

La mayoría de los miembros de la Junta indicó que en semanas recientes se registró un incremento temporal en la volatilidad de los mercados financieros, el cual se originó tanto del entorno de incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, como por el recrudecimiento de diversas tensiones geopolíticas. Al respecto, un integrante explicó que dado el contexto de mayor aversión al riesgo, se redujeron las tasas de los bonos gubernamentales de las economías avanzadas, destacando las disminuciones en las de la periferia del euro. Asimismo, mencionó que se ampliaron los diferenciales de las tasas de interés de los bonos corporativos, particularmente de los de alto rendimiento, y puntualizó que en los mercados emergentes se observaron incrementos en las tasas de interés de mercado. Adicionalmente, subrayó que el dólar se apreció con respecto a las monedas de la mayoría de las economías avanzadas y emergentes. La mayoría de los integrantes señaló que podrían presentarse nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros de darse un ajuste en la política monetaria de Estados Unidos más rápido de lo anticipado, a lo que uno de ellos agregó que tal evento podría causar afectaciones de consideración para las economías emergentes.

Todos los miembros de la Junta destacaron que la economía mexicana mostró una reactivación importante durante el segundo trimestre de 2014, a lo que la mayoría añadió que este repunte se observó después de la debilidad registrada en los dos trimestres previos. Todos los integrantes argumentaron que la actividad productiva fue impulsada principalmente por el dinamismo de la demanda externa, si bien indicaron que también la demanda interna mostró una mejoría. En particular, la mayoría aseveró que, como reflejo del fortalecimiento de la actividad económica en Estados Unidos en el segundo trimestre, las exportaciones manufactureras dirigidas a ese país mostraron una evolución favorable, especialmente, según indicó uno de ellos, las del sector automotriz. Un miembro añadió que el dinamismo del sector exportador se reflejó en un fuerte crecimiento de la producción manufacturera, particularmente la correspondiente al equipo de transporte, así como

en una expansión de los servicios más asociados a la demanda externa. Adicionalmente, la mayoría de los miembros arguyó que el consumo privado ha venido ganando fuerza. No obstante, uno de ellos argumentó que la baja confianza del consumidor sugiere fragilidad en dicho componente de la demanda interna. En relación a la inversión privada, la mayoría afirmó que ésta también ha comenzado a reactivarse, aunque un miembro advirtió que su recuperación podría ser endeble. Como evidencia del mejor desempeño de este componente, un integrante sostuvo que después de seis trimestres consecutivos de caída o estancamiento, el sector de la construcción mostró cierta reanimación como reflejo del mayor dinamismo de las obras del sector privado. Por otra parte, si bien un miembro notó que la construcción pública ha continuado en descenso, otro integrante señaló que el gasto público en su conjunto continuó expandiéndose, en línea con lo programado, y añadió que la información disponible sugiere un mayor impacto de dicho gasto en la demanda interna en relación a lo observado en el primer trimestre del año. Finalmente, un miembro más destacó que la postura monetaria adoptada por el Banco de México ha contribuido a impulsar el gasto interno.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que se espera que la recuperación que ha venido mostrando la economía mexicana continúe en los siguientes trimestres. Uno de ellos agregó que parecería adecuado anticipar que durante el segundo semestre de 2014 ésta muestre tasas de crecimiento por encima de las de su tendencia de largo plazo. En este contexto, argumentó que se espera que la expansión prevista para la economía estadounidense siga impulsando tanto a la actividad manufacturera mexicana, como a la producción de servicios asociados a la demanda externa en nuestro país. Añadió que, como resultado del impulso externo, se prevé que la expansión de la demanda interna privada se haga más evidente en los próximos meses. Destacó que tanto el consumo, como la inversión privados, se verán también apoyados por las medidas de estímulo monetario y fiscal que se han tomado. De manera relacionada, otro integrante arguyó que la favorable opinión empresarial en cuanto a que en estos momentos es adecuado invertir sugiere que el fortalecimiento de la inversión podría profundizarse en el futuro. Un integrante sostuvo que el impacto favorable en la confianza derivado de la reciente finalización del proceso legislativo para la aprobación de las reformas estructurales también favorecerá el comportamiento de la demanda interna. Por otra parte, mencionó que se

anticipa una mayor concentración del gasto público en la segunda mitad del año, si bien otro aseveró que, de materializarse la expectativa de los mercados sobre la baja en los precios internacionales del petróleo para el resto de 2014 y 2015, esto, junto con la tendencia descendente de la plataforma petrolera de PEMEX, podría reducir los grados de libertad de la política fiscal.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para el crecimiento económico de México presenta una mejoría respecto a la reunión anterior, y algunos agregaron que dicho balance es al alza. Uno de ellos argumentó que una recuperación más favorable de la economía estadounidense, así como la reciente aprobación de la legislación secundaria de la reforma energética, contribuyen a esta mejoría. Adicionalmente, otro miembro arguyó que independientemente de la posibilidad de una fuerte expansión cíclica en el segundo semestre de 2014 y en 2015, existe la perspectiva de un mayor crecimiento potencial en años posteriores conforme la implementación adecuada de las reformas estructurales aprobadas recientemente se vaya reflejando en el aparato productivo.

La mayoría de los miembros de la Junta sostuvo que, dada la debilidad que la actividad económica había mostrado desde mediados del año pasado, prevalecen condiciones de holgura en la economía a pesar de la recuperación de la actividad económica observada en el segundo trimestre de 2014, si bien agregaron que dicha holgura se irá reduciendo gradualmente en los siguientes trimestres. Asimismo, enfatizaron que no se han registrado presiones sobre la inflación por el lado de la demanda agregada, y que no se anticipa que se presenten en el futuro cercano. En particular, algunos miembros señalaron que la brecha del producto continúa en terreno negativo y que se espera que se mantenga así el año entrante. Adicionalmente, la mayoría de los miembros indicó que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral y que en el mercado de crédito no hay signos de que pudieran estarse generando presiones al alza sobre las tasas de interés. Por su parte, un miembro advirtió que la lectura del ciclo económico se dificulta cuando se presentan puntos de inflexión en la actividad económica. En específico, consideró que en el caso del mercado laboral, al igual que en Estados Unidos, se complica la interpretación de los indicadores dada la dificultad de identificar el papel que han tenido en su comportamiento los factores cíclicos y estructurales que inciden sobre su evolución. Así, si

bien la mayoría destacó que el empleo formal ha aumentado de manera significativa, un integrante puntualizó que este alto crecimiento ha sido principalmente reflejo de movimientos de trabajadores informales a formales, y añadió que esta reasignación, si bien es favorable, no necesariamente implica una recuperación del empleo agregado. De manera similar, mientras que algunos integrantes notaron que los salarios contractuales del sector privado y los salarios de cotización al IMSS han mostrado tasas de crecimiento más elevadas y uno de ellos advirtió que conviene mantenerse atentos al riesgo de que se aceleren sus crecimientos, otro notó que la masa salarial real de la economía en su conjunto ha seguido cayendo.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno señalaron que la inflación general anual registró un incremento en los últimos meses. La mayoría explicó que parte de este aumento se debió al desvanecimiento del efecto aritmético de una elevada base de comparación en el subíndice de los productos agropecuarios. Si bien la mayoría indicó que el Banco de México ya había anticipado un aumento de la inflación, todos señalaron que su magnitud fue superior a la esperada, de modo que la inflación general se ubicó en niveles por arriba de 4 por ciento. Todos los miembros coincidieron en que dicha sorpresa obedeció al incremento en los precios de los productos pecuarios, que a su vez se vieron reflejados en aumentos en los precios de algunos alimentos procesados que utilizan a éstos como insumos. Un miembro afirmó que al aumento de la inflación también contribuyeron los incrementos en los precios de algunos servicios. Así, algunos integrantes arguyeron que los cambios en precios relativos mencionados incidieron tanto en la trayectoria de la inflación subyacente, como en la de la no subyacente. No obstante, algunos enfatizaron que dichos choques están bien identificados y debieran ser transitorios. Finalmente, la mayoría de los integrantes apuntó que la inflación subyacente se ha mantenido en niveles bajos y cercanos al 3 por ciento.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que teniendo en consideración la elevada persistencia que en el pasado han mostrado los precios de los productos pecuarios, se anticipa que su reciente cambio se vea reflejado en el cálculo de la inflación anual en los siguientes meses. Así, añadió que es probable que la inflación general se ubique por encima de 4 por ciento en el segundo semestre de 2014, para cerrar el año alrededor de esta cifra. La mayoría también destacó que el escenario de una

convergencia hacia el objetivo de inflación de 3 por ciento sigue estando vigente, si bien la trayectoria en el corto plazo ha sido afectada por los choques temporales, sobre todo el referente a los precios de los productos pecuarios. De este modo, concordó que se espera una rápida disminución de la inflación general a partir del inicio de 2015 e indicó que es probable que ésta se acerque al 3 por ciento durante el primer semestre de 2015 y que cierre el año alrededor de dicho nivel. La mayoría explicó que a esta evolución contribuirán el desvanecimiento del efecto de las modificaciones fiscales que entraron en vigor a principios de 2014, una conducción ordenada de las finanzas públicas, una menor tasa de variación anual en el precio de las gasolinas, una dilución del impacto de los cambios de precios relativos mencionados previamente y, una postura de política monetaria que se asegurará de que los recientes cambios en precios relativos no tengan efectos de segundo orden. Algunos miembros consideraron que la trayectoria de la inflación en 2015 también se verá favorecida por la reducción de algunas tarifas de telefonía derivada de las nuevas regulaciones. En este contexto, un integrante agregó que, en la medida en que la inflación general anual vaya descendiendo, las tasas reales de interés de corto plazo se irán incrementando, en un contexto en que la actividad económica se irá fortaleciendo. Así, argumentó que esta sería una manera apropiada de ir reduciendo el estímulo monetario según la fase del ciclo por la que atraviesa la economía. Finalmente, en cuanto a los pronósticos de inflación subyacente, la mayoría aseveró que se anticipa que ésta se ubique en niveles cercanos a 3 por ciento al final de 2014 y por debajo de dicho nivel en 2015.

La mayoría de los integrantes de la Junta señaló que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han mantenido estables, y uno de ellos destacó que, según indicadores calculados a partir de información de instrumentos de mercado, éstas se ubican muy cerca de 3 por ciento. No obstante, otro miembro indicó que las expectativas de inflación para todos los plazos se sitúan por arriba del objetivo permanente de 3 por ciento según información derivada de las encuestas a analistas.

La mayoría de los integrantes de la Junta coincidió en que el balance de riesgos para la inflación en el corto plazo se ha deteriorado por factores transitorios. Algunos destacaron que tanto en lo que resta de 2014 como en 2015, dicho balance es al alza. En este contexto, como riesgos al alza, la mayoría planteó la posibilidad de que un nuevo

episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales, mismo que podría derivarse de la incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria de Estados Unidos, pudiera incidir sobre el tipo de cambio y, a su vez, sobre la inflación. Algunos integrantes señalaron el riesgo de subsecuentes incrementos en el componente no subyacente de la inflación, comentando que los precios de los productos agropecuarios han registrado una variación anual promedio cercana a 6 por ciento en los últimos diez años. Uno de ellos señaló que la variación de este componente ha sido superior y con mayores fluctuaciones que las registradas por los precios de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno. Asimismo, algunos miembros advirtieron que será preciso vigilar que la elevación temporal de la inflación general a niveles por encima de 4 por ciento en el segundo semestre del año no genere efectos de segundo orden, si bien uno de ellos indicó que este riesgo es reducido dado que aún se observa holgura en la economía. Otro integrante añadió como riesgo al alza para la inflación la posibilidad de una recuperación de la actividad económica más rápida que la anticipada. Además, recordó que la estimación de la trayectoria futura de la brecha del producto está sujeta a incertidumbre derivada de las dificultades inherentes al cálculo de este indicador. Por su parte, un miembro más puntualizó que el menor desliz del precio de las gasolinas no significa ausencia de presiones por este rubro a lo largo del año y que la eliminación del cobro por interconexión no necesariamente implicará una disminución de las tarifas pagadas por el usuario final. También sostuvo que la convergencia al objetivo permanente de inflación ha tomado muchos años y que el hecho de que la inflación probablemente se ubique por arriba de 4 por ciento en ocho de los doce meses del presente año, podría restar credibilidad a la política monetaria. En respuesta a los argumentos anteriores, un miembro enfatizó que el escenario para la inflación en el mediano y corto plazo continúa siendo favorable, con una muy alta probabilidad de convergencia al 3 por ciento para mediados de 2015. Además, consideró que la labor activa de la Comisión Federal de Competencia Económica de procurar condiciones de competencia en los productos básicos podría contribuir a una evolución incluso más favorable de la inflación. Finalmente, todos los miembros externaron su preocupación de que ajustes en el salario mínimo que no tengan su contraparte en incrementos en productividad representan riesgos para el empleo, la formalidad y la inflación.

En el entorno de la reciente aprobación de las reformas estructurales, un integrante apuntó que existe un riesgo para la inflación, si bien reducido, de que a partir de la importante inversión que se espera que promuevan las reformas en diversos sectores, se genere una aceleración en la demanda agregada sin que se vea acompañada inmediatamente por una mayor capacidad productiva en la economía. Por otra parte, advirtió que si bien se anticipa un déficit de la cuenta corriente plenamente financiable para 2014 y 2015, habrá que velar por que ese déficit no se ubique significativamente por arriba del actual de forma desordenada, como podría ocurrir si se acelera de manera importante la entrada de inversión extranjera directa ante la oportunidad de nuevos proyectos de inversión derivados de las reformas.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que los mercados financieros y cambiarios en México han respondido de manera ordenada a los recientes brotes de volatilidad internacional asociados a la incertidumbre en torno a la normalización de la política monetaria de Estados Unidos. Incluso, uno notó que la depreciación del peso fue menor que la de las monedas de varias economías emergentes. Asimismo, algunos integrantes destacaron que la reciente culminación del proceso legislativo de las reformas estructurales favoreció el comportamiento de los mercados financieros del país. No obstante, un miembro señaló que se incrementó la prima por plazo de los bonos gubernamentales y, con ello, la pendiente de la curva de rendimientos, lo que contrastó con la disminución de la misma en Estados Unidos. Un integrante opinó que si bien la economía mexicana se encuentra en una buena posición para hacer frente a nuevos episodios de volatilidad gracias al sólido marco de políticas macroeconómicas y de estabilidad financiera, es probable que los retos se acentúen conforme se aproxime la fecha en la que la Reserva Federal dé inicio al ciclo de incrementos en su tasa de interés de referencia. Otro advirtió

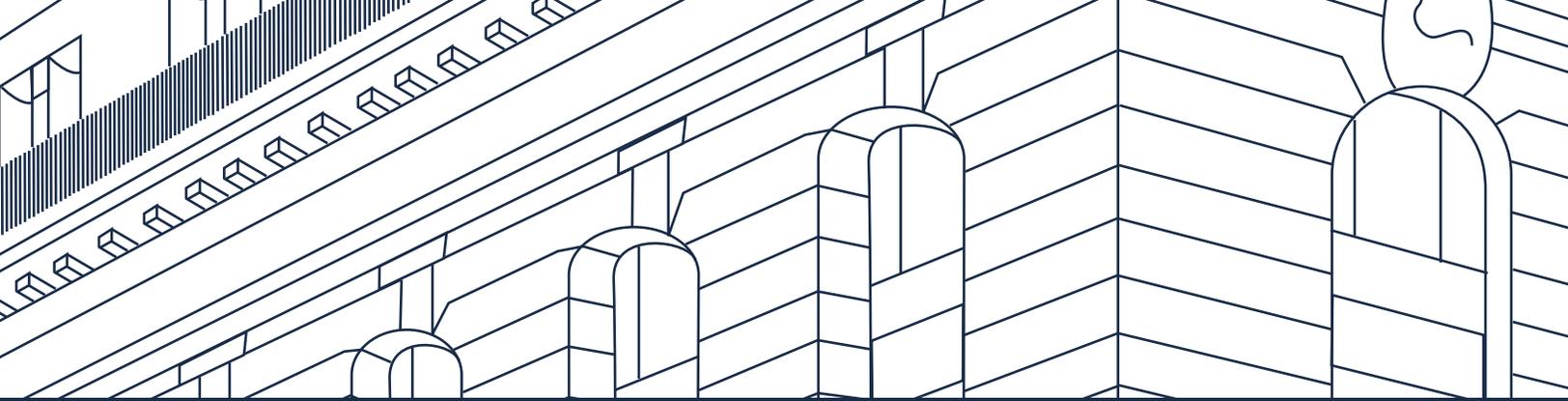
que políticas fuertes de expansión monetaria en la zona del euro, aunadas a una significativa depreciación del euro, podrían afectar a la economía mexicana en lo que se refiere a ajustes del tipo de cambio o inclusive a los patrones de comercio. Otro miembro sostuvo que México tiene la capacidad de enfrentar episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales argumentando que nuestro país se distingue de otras naciones por su buen manejo macroeconómico, su fuerte posición externa y por haber aprobado recientemente importantes reformas estructurales.

Todos los miembros convinieron en que la Junta estará atenta para propiciar una pronta convergencia de la inflación al objetivo permanente. La mayoría consideró que deberá estar particularmente pendiente del ritmo de crecimiento de la economía mexicana y de la postura monetaria relativa de México con respecto a Estados Unidos.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en cuenta lo expuesto, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener en 3.0 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estima que la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento.

Hacia adelante, la Junta se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, poniendo particular atención en la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista y en la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 19 de septiembre de 2014

