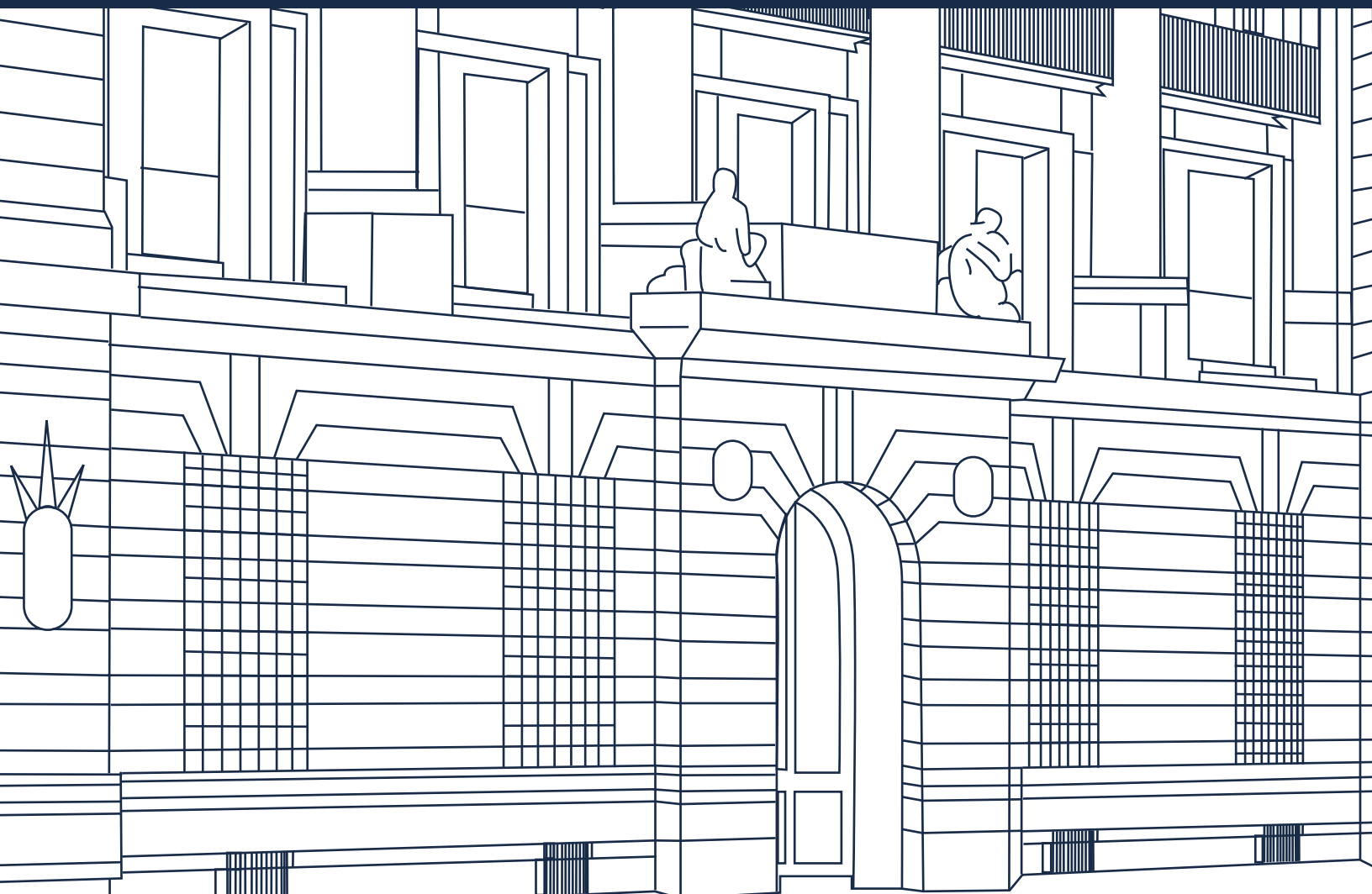




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 25

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 31 de enero 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: 30 de enero 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

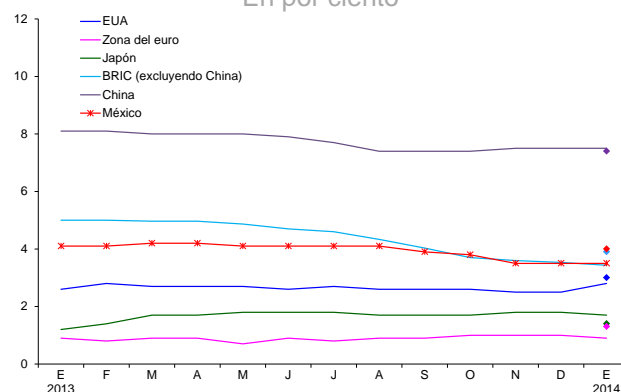
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

La economía mundial continuó recuperándose en el último trimestre de 2013, apoyada por un mayor dinamismo de las economías avanzadas, en particular de Estados Unidos (Gráfica 1). Por su parte, algunas economías emergentes, como

China, registraron un menor crecimiento en tanto que otras mostraron una gradual recuperación, después de la desaceleración observada durante los trimestres previos. En este entorno, la volatilidad en los mercados financieros internacionales se ha exacerbado recientemente ante la incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, en particular en aquellas economías emergentes con elevados desbalances macroeconómicos.

Gráfica 1
Evolución de Pronósticos de Crecimiento para 2014 y 2015
En por ciento



Nota: Los rombos representan pronósticos para 2015.

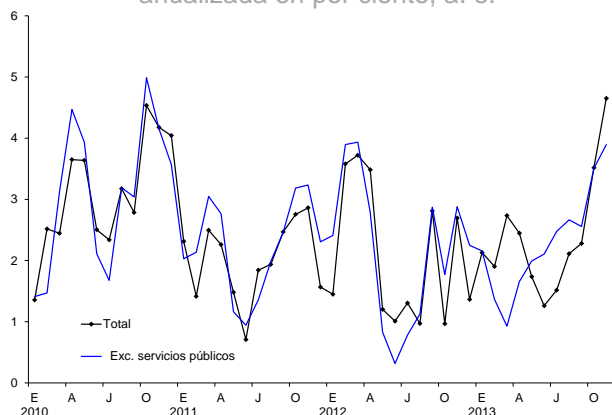
BRIC: Brasil, Rusia, India y China.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Blue Chip.

La actividad económica en Estados Unidos ha mostrado una mejoría gradual. En particular, durante el cuarto trimestre del año pasado la producción industrial mantuvo un sólido crecimiento, después de un lento avance en el trimestre previo. La mejoría se observó en la mayoría de las industrias, incluyendo la actividad manufacturera. Por su parte, el consumo privado se vio apoyado por el desvanecimiento del impacto del incremento en el impuesto a la nómina sobre el ingreso personal disponible, y por el aumento reciente en la confianza de los hogares (Gráfica 2). También ha contribuido la expansión de la riqueza neta de los hogares, asociada al incremento en el valor del mercado accionario, la recuperación de los precios de las casas y a la disminución de los pasivos financieros.

Gráfica 2 EUA: Consumo Privado

Variación sobre tres meses
anualizada en por ciento, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Nota: Servicios públicos se refieren a los servicios de agua potable y alcantarillado, recolección de basura, y distribución de energía eléctrica y de gas natural.

Fuente: BEA.

El mercado laboral en Estados Unidos mantuvo una recuperación durante el cuarto trimestre de 2013. En ese periodo, el ritmo de crecimiento de la nómina no agrícola aumentó con respecto al tercer trimestre. Esto a pesar de una cifra atípicamente baja en diciembre explicada parcialmente por las condiciones climatológicas adversas registradas en Estados Unidos. Adicionalmente, la tasa de desempleo disminuyó de 7.2 por ciento en septiembre, a 6.7 por ciento en diciembre, aunque a este resultado también contribuyó la caída en la tasa de participación laboral.

Un factor que apoyó la mejoría en la confianza de las empresas y de los hogares fue que el Congreso de Estados Unidos llegó a un acuerdo para reducir los recortes automáticos al gasto público decretados por la legislación previa, así como para lograr una mejor asignación de éste. Estas medidas atenuarán la consolidación fiscal que se anticipaba para este año, lo que significará un impulso a la demanda agregada en dicho país. No obstante, aún existe incertidumbre acerca de la discusión en torno al límite para el techo de la deuda pública.

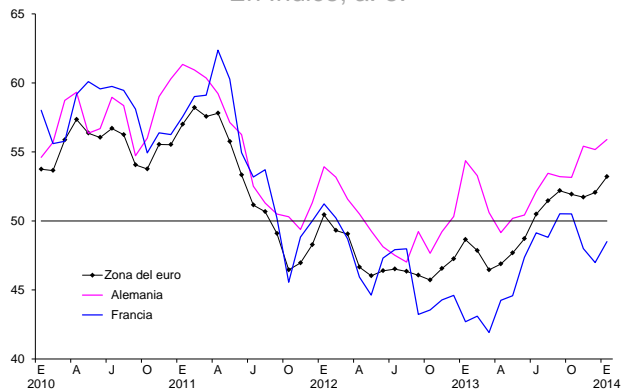
El mayor dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos se ha reflejado en un incremento en sus perspectivas de crecimiento, en tanto que se prevé que el mercado laboral continúe mejorando paulatinamente. No obstante, esto ha ocurrido en un entorno de menor inflación y de expectativas de inflación a la baja para los próximos años.

En este contexto, la Reserva Federal decidió en su reunión de política monetaria de diciembre pasado, reducir el monto de sus compras mensuales de activos a partir de enero de 2014 (de 85 mil millones de dólares a 75 mil millones). Posteriormente, en su reunión de enero de este año anunció una nueva reducción de 75 mil millones de dólares a 65 mil millones a partir de febrero. Por otro lado, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales de 0 a 0.25 por ciento, al tiempo que reiteró su mensaje de que mantendrá dicha tasa en niveles bajos por algún tiempo, aun después de que se rebase el umbral de la tasa de desempleo de 6.5 por ciento, y especialmente si la inflación proyectada continúa por debajo de la meta de largo plazo de 2 por ciento.

Las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos mostraron una tendencia al alza, como resultado del proceso de descompresión de primas de riesgo que inició a mediados del año pasado ante la expectativa de cambios en la postura monetaria. Al respecto, persiste una gran incertidumbre sobre el efecto que las acciones futuras de la Reserva Federal pudieran tener sobre el nivel de las tasas de mayor plazo en dicho país.

En la zona del euro, el crecimiento económico se ha recuperado, si bien a partir de niveles aún muy bajos. El consumo privado se ha incrementado, apoyado por una mejoría en la confianza de los hogares. Asimismo, las encuestas a negocios apuntan a un continuo incremento de la actividad, impulsado por el crecimiento en Alemania y una incipiente mejoría en países de la periferia de la zona del euro (Gráfica 3).

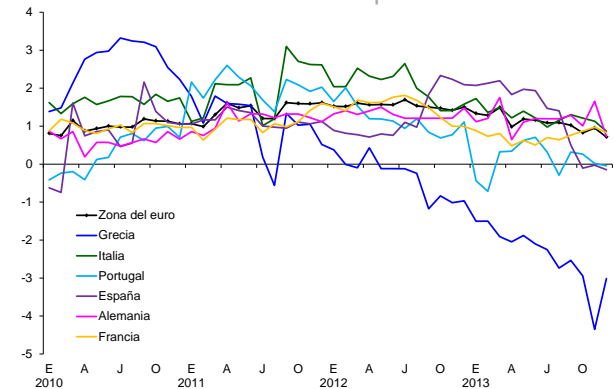
Gráfica 3
Zona del Euro: Índice de Gerentes de Compras Compuesto
 En Índice, a. e.



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

Por su parte, la inflación se mantuvo a la baja en la zona del euro, con una dispersión más acentuada entre los países miembros (Gráfica 4). En este contexto, el BCE en su reunión de enero de este año reforzó marginalmente su guía futura de tasas de interés (*“forward guidance”*) y dejó abierta la posibilidad de implementar medidas adicionales. El BCE señaló de manera enfática que mantendrá una política monetaria acomodaticia por el tiempo que sea necesario y que espera que sus tasas de interés se mantengan en los niveles actuales o por debajo de los mismos por un periodo prolongado. El BCE estima que luego de la importante caída en la inflación en 2013, ésta permanecerá por debajo de su meta de una inflación cercana pero menor de 2 por ciento hasta el cierre del 2015, si bien el componente subyacente mostrará un incremento más acelerado durante los próximos dos años. En este entorno de lento crecimiento no puede descartarse el riesgo de que la deflación que se observa actualmente en algunos países de la periferia se generalice en la región.

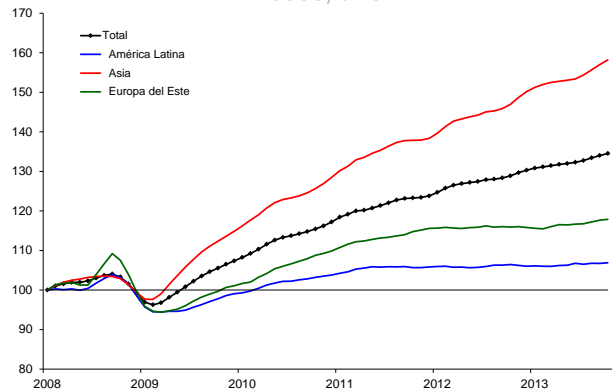
Gráfica 4
Zona del euro: Inflación Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Eurostat.

La producción industrial en las economías emergentes mantuvo su tendencia al alza durante octubre y noviembre, impulsada por un aumento en la producción en Asia, en tanto que el resto de las regiones registró un comportamiento diferenciado (Gráfica 5). La gradual recuperación de la actividad industrial obedeció principalmente a un aumento de sus exportaciones. Por su parte, la demanda interna se ha mantenido más débil de lo esperado en algunas de estas economías, debido a condiciones financieras restrictivas, así como a una continua incertidumbre sobre el rumbo de la política económica y la presencia de restricciones de oferta.

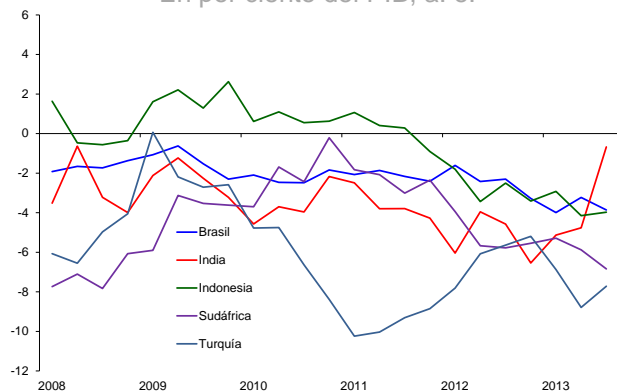
Gráfica 5
Economías Emergentes: Producción Industrial
 Índice enero 2008= 100 de la media móvil de tres meses, a. e.



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

Durante las últimas semanas la volatilidad en los mercados financieros internacionales, en particular de las economías emergentes, se ha acentuado, observándose depreciaciones en sus monedas y un aumento en las primas de riesgo soberano. En este contexto, algunas economías emergentes con elevados déficits fiscales y/o en cuenta corriente (Gráfica 6) y presiones inflacionarias incrementaron sus tasas de interés de referencia. Hasta el momento, estas medidas no han estado acompañadas de un esfuerzo de consolidación fiscal que reduzca su dependencia de financiamiento del exterior, por lo que es posible que sus mercados financieros continúen experimentando elevados niveles de volatilidad.

Gráfica 6
Economías Emergentes: Cuenta Corriente
En por ciento del PIB, a. e.



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

Los precios internacionales de las materias primas han continuado moderándose en las últimas semanas. En el caso del petróleo crudo, la caída en los precios obedeció a un aumento en la producción proveniente de países de Medio Oriente, además del incremento en la producción de Estados Unidos y Canadá. Por su parte, los precios de los granos continuaron a la baja, principalmente los del trigo, como resultado de un importante incremento en la producción, que generó mayores inventarios, y de un menor uso del trigo como alimento para el ganado. En contraste, los precios de los metales industriales tuvieron un alza que reflejó las perspectivas de un mayor crecimiento económico global. En este entorno, se anticipa en general una tasa de inflación baja a nivel mundial.

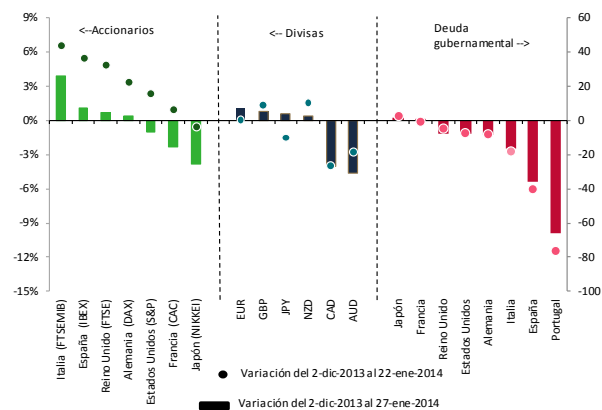
2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Durante las últimas semanas de 2013 y las primeras de 2014, los mercados financieros de los países desarrollados tuvieron una evolución relativamente estable ante un panorama que sugiere que la actividad económica este año será más vigorosa que lo que fue el año pasado. Adicionalmente, en el periodo se eliminaron algunos factores de incertidumbre, particularmente en Estados Unidos. En efecto, tanto el citado anuncio de la disminución gradual del programa de compra de activos de la Reserva Federal, como el acuerdo del Congreso para definir el presupuesto de los próximos dos años, ofrecieron mayor certidumbre a los mercados.

La decisión de la Reserva Federal de comenzar con la normalización de su postura de política monetaria, se reflejó en una apreciación del dólar frente a las principales divisas de países avanzados. Las mayores tasas de interés en dólares, junto con la toma de utilidades y algunas cifras económicas mixtas en países avanzados hizo que los índices accionarios bajaran en dichos países. Por último, la salida de capitales de algunos países emergentes causada por el ajuste de la política monetaria en Estados Unidos, junto con vulnerabilidades en algunos de esos países, se reflejaron en menores tasas de interés en países avanzados (Gráfica 7).

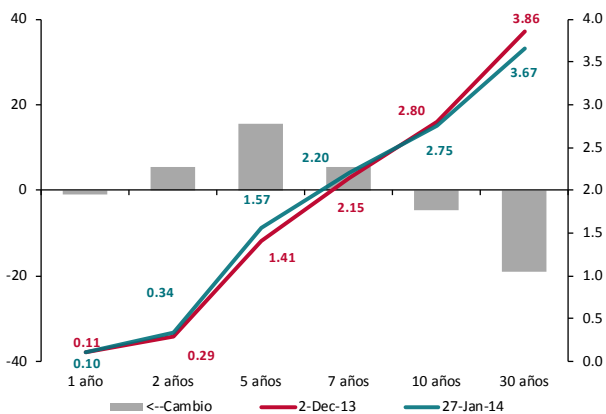
Gráfica 7
Variación porcentual de indicadores financieros
Porcentaje, puntos base



Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, las tasas de interés de los instrumentos del Tesoro presentaron movimientos moderados tras la decisión de política monetaria de la Reserva Federal de diciembre, si bien se mantienen en niveles superiores a los observados a mediados del año pasado. Las tasas de corto plazo aumentaron ligeramente, mientras que las de largo presentaron pequeñas disminuciones, observándose con ello un aplanamiento de la curva de rendimiento (Gráfica 8). El comportamiento ordenado de los mercados sugiere que éstos han incorporado, en buena medida, la posibilidad de que este banco central continúe reduciendo sus compras de activos en los siguientes meses, finalizándolas hacia el cierre del año.

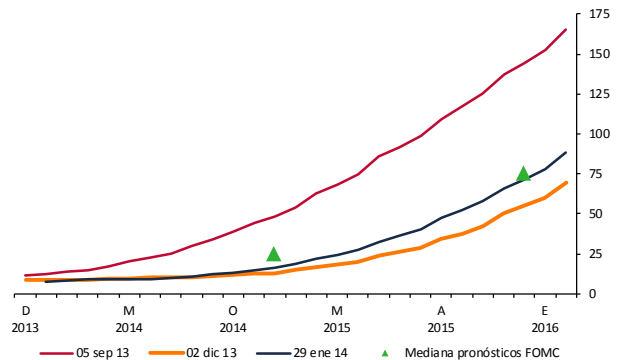
Gráfica 8
Estados Unidos: Curva de rendimiento de instrumentos del Tesoro
Puntos base, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la curva de contratos a futuro de la tasa de fondos federales sigue apuntando a que el primer incremento de la tasa de interés objetivo de la Reserva Federal ocurrirá en el segundo semestre de 2015, lo cual es congruente con las propias expectativas de los miembros del Comité de Política Monetaria (Gráfica 9). Es de esperarse, sin embargo, que las tasas de interés de bonos del Tesoro aumenten gradualmente este año, anticipando la eventual normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Por esta misma razón, la mayoría de los analistas esperan que el dólar se fortalezca moderadamente frente a la mayoría de las divisas a lo largo de 2014.

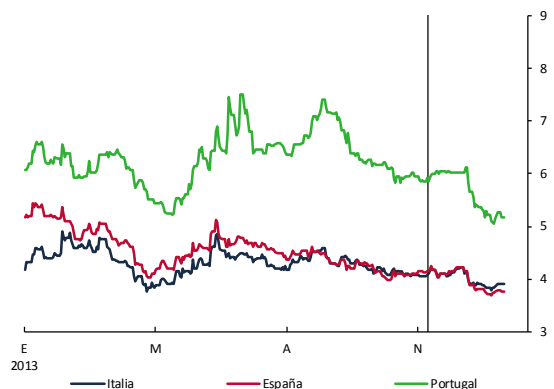
Gráfica 9
Estados Unidos: Curva de futuros de la tasa de fondos federales
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, en la zona del euro, los mercados financieros continuaron mostrando un comportamiento positivo ante la expectativa de una recuperación económica moderada y más homogénea entre los distintos países de la unión monetaria. De hecho, los costos de financiamiento de algunos países con posiciones fiscales comprometidas disminuyeron considerablemente, alcanzando, en algunos casos, niveles mínimos en los últimos años (Gráfica 10). No obstante, como ya se mencionó, aún falta que la mejora en los indicadores de riesgo soberano se traduzca en un mejor funcionamiento de los mercados de crédito en la región.

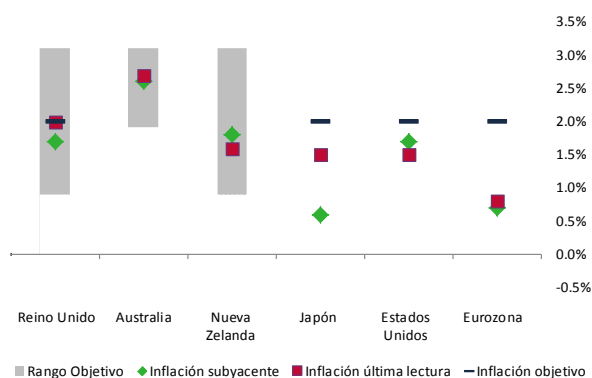
Gráfica 10
Tasas de interés de bonos gubernamentales de 10 años de España, Italia y Portugal
Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

A pesar de que los mercados financieros recientemente han mostrado un comportamiento más estable y de que las expectativas de crecimiento económico son más favorables, las bajas tasas de inflación en las economías avanzadas, que en varios casos se encuentran por debajo de los objetivos de los bancos centrales, sugieren que la política monetaria de éstos se mantendrá acomodaticia por un periodo prolongado (Gráfica 11).

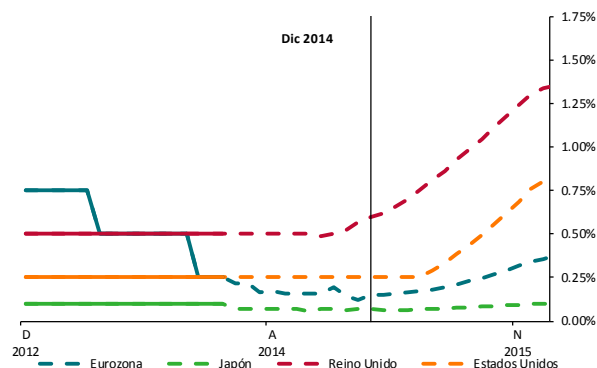
Gráfica 11
Objetivos de inflación de bancos centrales seleccionados y última lectura de inflación general y subyacente
Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Al respecto, las tasas de referencia implícitas en los instrumentos de renta fija de corto plazo sugieren que los bancos centrales de los principales países desarrollados mantendrán sin cambio sus tasas de política monetaria en lo que resta del año (Gráfica 12). En todo caso, no se descarta que el Banco de Inglaterra eleve su tasa objetivo hacia finales de año, en caso de que se confirme la fortaleza de la recuperación económica que se ha observado en los últimos meses.

Gráfica 12
Tasas de referencia implícita en la curva de OIS para países seleccionados
Porcentaje



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

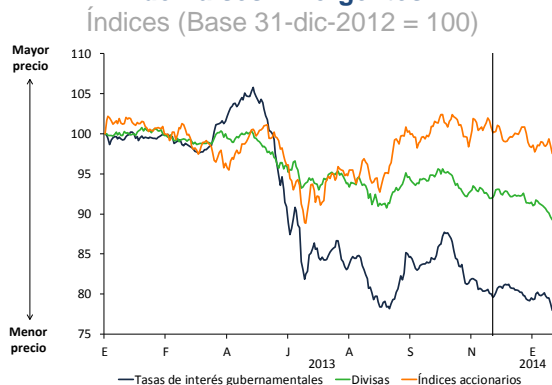
No obstante lo anterior, el tono negativo de los mercados en los días más recientes pone de manifiesto que hay todavía algunos factores de riesgo que pueden ocasionar nuevos periodos de inestabilidad. Por el momento, la principal preocupación es que la gradual normalización de las condiciones monetarias en países desarrollados, y el consecuente incremento de las tasas de interés, particularmente en Estados Unidos, ocasione una liquidación de posiciones en activos de mayor riesgo de mercado, principalmente en aquéllos que han tenido flujos importantes y rendimientos extraordinarios en los últimos años y en economías cuyos fundamentales se han deteriorado recientemente.

2.2.2. Mercados emergentes

En términos generales, durante diciembre de 2013, los precios de los activos financieros de la mayoría de los países emergentes mostraron variaciones moderadas. En particular, destacó que la reacción al anuncio de la reducción en el ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal fue limitada, lo cual en buena medida es el reflejo del importante ajuste que ya se había dado en los meses anteriores (Gráfica 13). En este contexto, las condiciones de operación en los distintos mercados financieros fueron más ordenadas respecto a lo observado de mayo a septiembre del año pasado (Gráfica 14). No obstante lo anterior, recientemente se observó una evolución negativa en la mayoría de los mercados financieros de este grupo de países, en particular en aquéllos que tienen una mayor vulnerabilidad por sus elevados déficits fiscales y/o de cuenta corriente (especialmente Turquía y Sudáfrica).

Hacia adelante es de esperar que los precios de los activos financieros de los países emergentes sigan sensibles a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En particular, es probable que aquellas economías que muestran fundamentales macroeconómicos más débiles sigan siendo los que registren los ajustes más importantes, tal y como se ha observado recientemente.

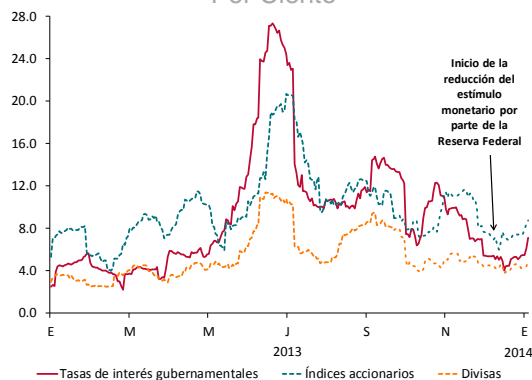
Gráfica 13
Desempeño de los Mercados Financieros de Países Emergentes



Nota: Se presentan los índices JPMorgan de mercados emergentes para medir el desempeño de las divisas (EMCI) y los precios de los bonos soberanos en moneda local (GBI-EM). Para los índices accionarios se muestra el desempeño del índice MSCI en moneda local de mercados emergentes. La línea negra vertical representa el inicio del periodo COPOM.

Fuente: JPMorgan y Bloomberg.

Gráfica 14
Volatilidad Histórica de Diversos Activos de Países Emergentes
Por Ciento



Nota: Desviación estándar de 20 días anualizada del cambio porcentual diario de los siguientes índices: J.P. Morgan GBI-EM para instrumentos gubernamentales en moneda local emitidos a tasa cupón cero y a tasa fija con vencimiento mayor a un año y calificación crediticia de al menos "A-" en la escala de Standard & Poor's o su equivalente; J.P. Morgan EMCI para divisas; y MSCI EM para índices accionarios en divisa local.

Fuente: Bloomberg.

2.2.3. Mercados en México

En México los activos financieros presentaron una evolución ligeramente positiva desde la última decisión de política monetaria. Los precios de los activos se vieron favorecidos por distintos factores tales como la aprobación de la reforma energética en el Congreso de la Unión, la mejora en la calificación soberana por parte de Standard & Poor's (de BBB a BBB+) y el mejor panorama económico para el 2014. Asimismo, al igual que lo observado en otros países, la reducción en el ritmo de compras de la Reserva Federal tuvo un impacto limitado en el precio de los activos denominados en pesos.

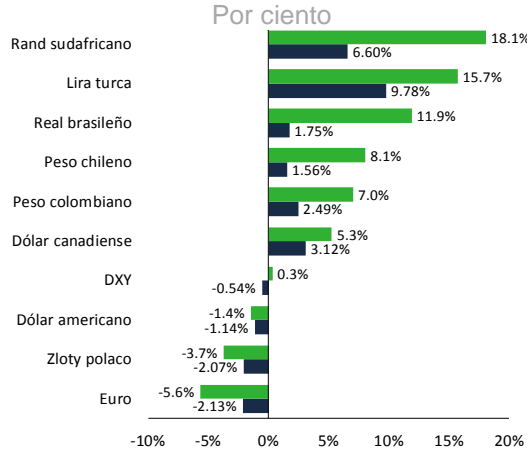
Sin embargo, en las últimas jornadas el peso se depreció moderadamente. Esta depreciación obedeció al contagio provocado por el deterioro de mercados de países emergentes con posiciones macroeconómicas comprometidas, así como al temor de que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos pudiera darse con mayor rapidez. Cabe destacar que dicha depreciación fue menor a la registrada por otras divisas de países emergentes (Gráfica 15 y Gráfica 16), lo cual refleja la fortaleza macroeconómica relativa de nuestro país.

Gráfica 15
Desempeño del Tipo de Cambio Peso-Dólar y Volatilidad Implícita de la Divisa en las Opciones con Vencimiento a Un Mes



Fuente: Banco de México.

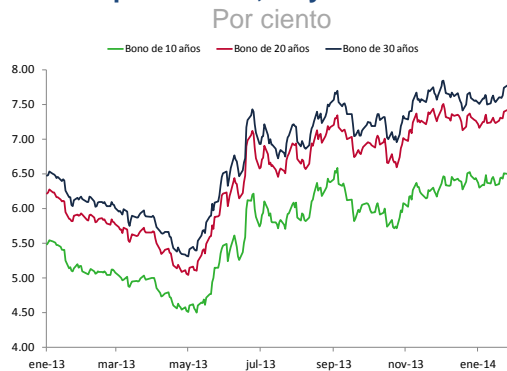
Gráfica 16
Tipo de Cambio del Peso Mexicano respecto a
Otras Divisas de Países Emergentes



Nota: (+)apreciación del peso / (-)depreciación del peso.
 Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

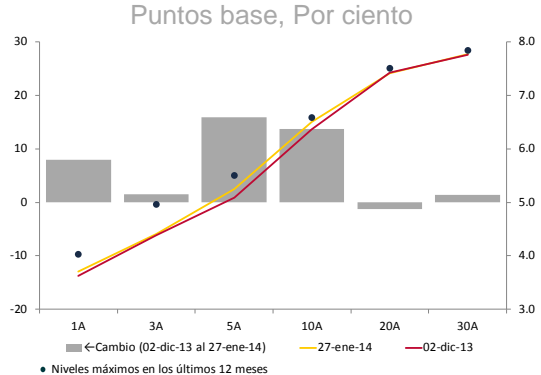
Por su parte, en el mercado de dinero se observó un incremento en las tasas de interés de largo plazo hasta los niveles máximos de los últimos meses (Gráfica 17 y Gráfica 18). Esta alza en tasas se debió a la incertidumbre respecto del impacto de la política monetaria en Estados Unidos, a la expectativa de una mayor oferta de valores gubernamentales en nuestro país para financiar el déficit público y a la reciente volatilidad observada en la mayoría de los mercados emergentes.

Gráfica 17
Tasas de interés de bonos gubernamentales a
plazo de 10, 20 y 30 años



Fuente: Banco de México con información de PIP.

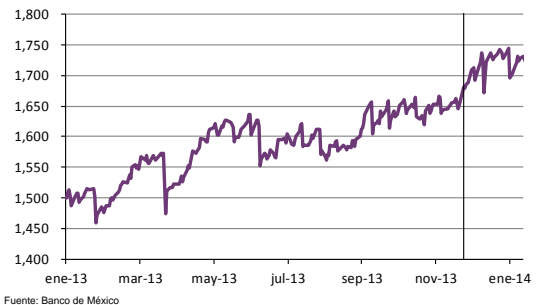
Gráfica 18
Curva de Rendimiento de Bonos
Gubernamentales



Fuente: Banco de México con información de PIP.

No obstante lo anterior, la tenencia de valores gubernamentales denominados en pesos por parte de inversionistas extranjeros no se vio mayormente afectada e incluso continuó incrementándose (Gráfica 19).

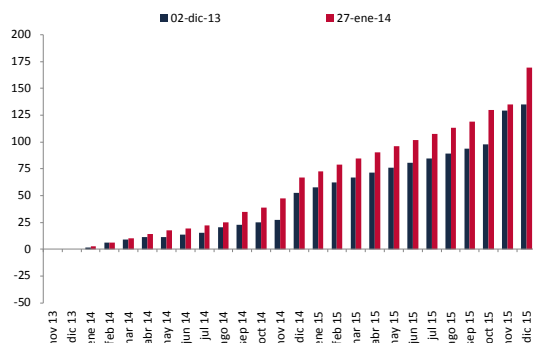
Gráfica 19
Tenencia de Bonos Gubernamentales y Cetes
por parte de Extranjeros
 Miles de millones de pesos



Nota: La línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.
 Fuente: Banco de México.

Finalmente, las mejores perspectivas de crecimiento económico, el inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y, en menor medida el incremento reciente en la inflación, provocaron un ajuste marginal en las expectativas sobre cambios de la postura monetaria implícitas en la curva de swaps de tasa de interés. Al respecto, ahora se anticipa un incremento de 25 puntos base en la tasa objetivo durante la segunda mitad del presente año cuando anteriormente no se descontaban cambios durante el 2014 (Gráfica 20). Lo anterior contrasta con el consenso de los analistas que mantienen la expectativa de que la tasa objetivo de política monetaria se mantenga sin cambio hasta el primer trimestre de 2015.

Gráfica 20
Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitos en la
Curva de Swaps de TIEE de 28 días
 Puntos base



Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

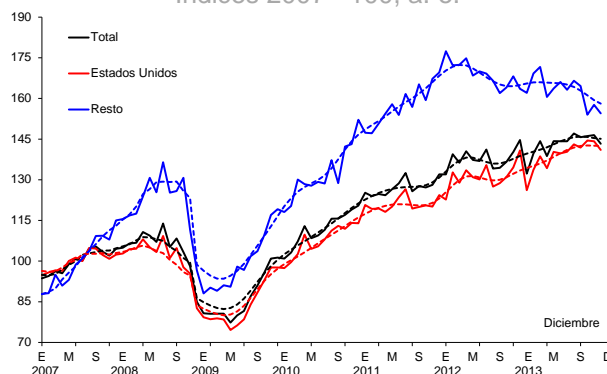
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

En el último trimestre de 2013, la economía mexicana continuó exhibiendo una trayectoria ascendente, lo cual contrasta con la desaceleración que registró la actividad entre la segunda mitad de 2012 y la primera del año pasado. Este comportamiento se derivó tanto de la expansión que continuaron presentando las exportaciones a Estados Unidos, como de una incipiente mejoría en algunos componentes del gasto interno.

Profundizando en lo anterior, en el cuarto trimestre de 2013, las exportaciones manufactureras no automotrices dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una trayectoria positiva. Como consecuencia de ello, aun con la disminución que presentaron las exportaciones al resto del mundo, así como las ventas al exterior de productos automotrices en diciembre, el total de las exportaciones manufactureras se mantuvieron en niveles elevados (Gráfica 21).

Gráfica 21
Exportaciones Manufactureras Totales
 Índices 2007 =100, a. e.

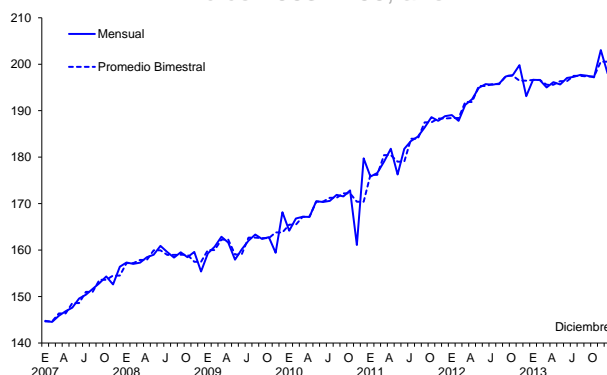


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Banco de México.

Por su parte, las cifras más recientes sobre el desempeño de la demanda interna sugieren un comportamiento mixto entre sus distintos componentes. En particular, en lo que corresponde al consumo privado, en el último trimestre de 2013 las ventas de la ANTAD y las ventas al menudeo en establecimientos comerciales presentaron un repunte (Gráfica 22 y Gráfica 23). En contraste, la inversión fija bruta continuó registrando una evolución negativa (Gráfica 24), la cual refleja, en buena medida, los bajos niveles de las importaciones de bienes de capital y la trayectoria descendente que siguió exhibiendo la actividad del sector de la construcción, en particular en lo relacionado con la inversión en vivienda (Gráfica 25).

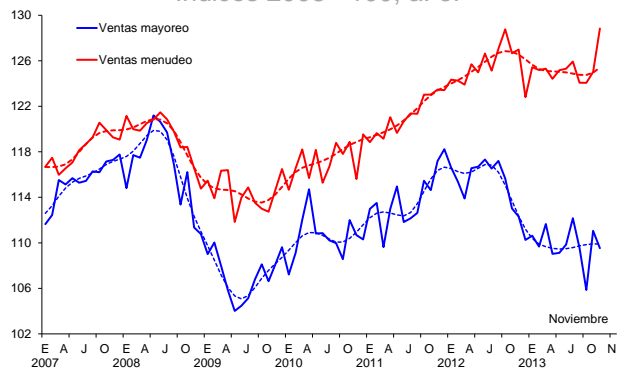
Gráfica 22
Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD
 Índice 2003 =100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

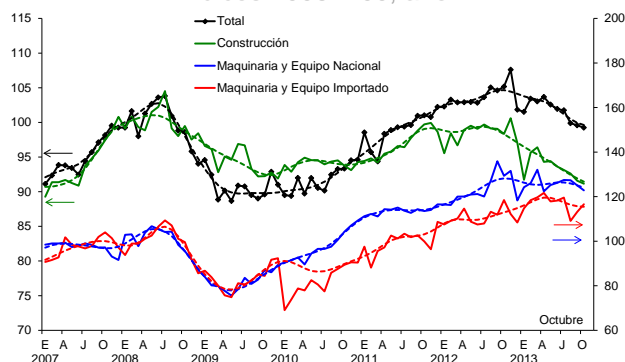
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ANTAD.

Gráfica 23
Ventas en los Establecimientos Comerciales
 Índices 2003 = 100, a. e.



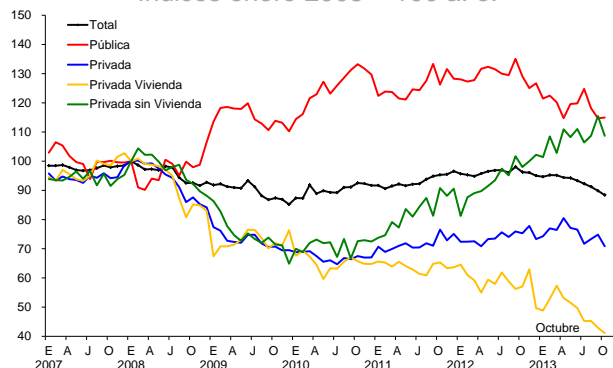
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Encuesta Mensual sobre los Establecimientos Comerciales (EMEC), INEGI.

Gráfica 24
Inversión y sus Componentes
 Índices 2008=100, a. e.



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

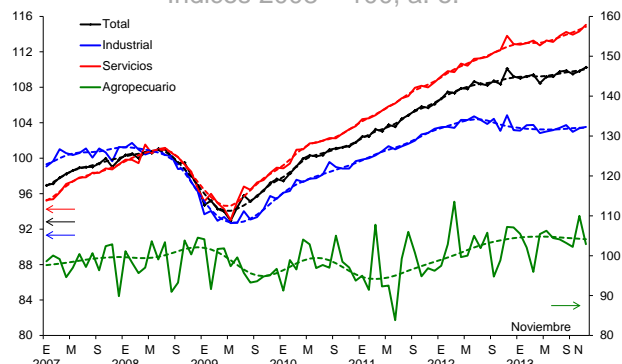
Gráfica 25
Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
 Índices enero 2008 = 100 a. e.



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.

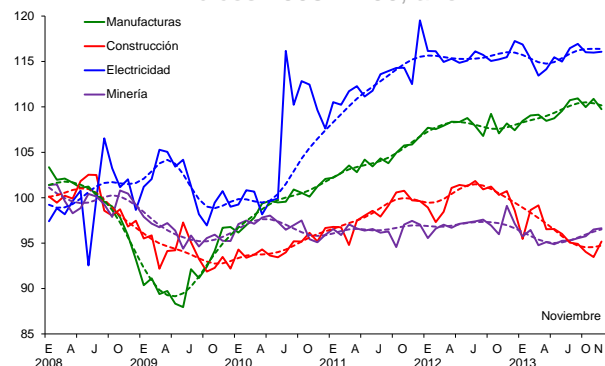
El desempeño descrito tanto de la demanda externa, como de la interna, condujo a una trayectoria creciente de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2013, si bien a un ritmo de expansión más moderado que en el trimestre previo (Gráfica 26). En particular, en el periodo octubre-noviembre de 2013, la producción industrial mostró una ligera expansión respecto al tercer trimestre, reflejo, principalmente, de un moderado dinamismo en el sector de minería, ya que las manufacturas presentaron un relativo estancamiento (Gráfica 27). Por su parte, el sector servicios continuó exhibiendo una expansión, especialmente en aquéllos más asociados a la demanda externa, tales como el comercio y los transportes, correos y almacenamiento.

Gráfica 26
Indicador Global de la Actividad Económica
 Índices 2008 = 100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 27
Actividad Industrial
 Índices 2008 = 100, a. e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

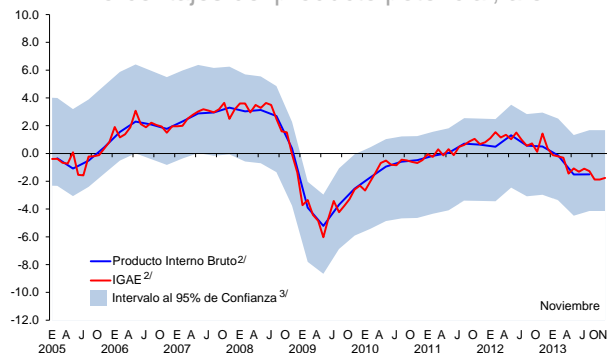
2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

No obstante la recuperación en el dinamismo de la actividad económica registrada en la segunda mitad de 2013, dada la fuerte desaceleración en la primera mitad de ese año, la brecha del producto continuó situándose en terreno negativo (Gráfica 28). Así, no se presentaron presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos ni sobre las cuentas externas.

En cuanto al mercado laboral, si bien prevalecen condiciones de holgura, éstas parecen haberse reducido respecto a trimestres anteriores. En efecto, mientras el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó expandiéndose (Gráfica 29), las tasas de desocupación nacional y urbana presentaron una disminución importante en el trimestre, aunque aún permanecen en niveles por encima de los observados antes de la crisis (Gráfica 30).

Gráfica 28
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.

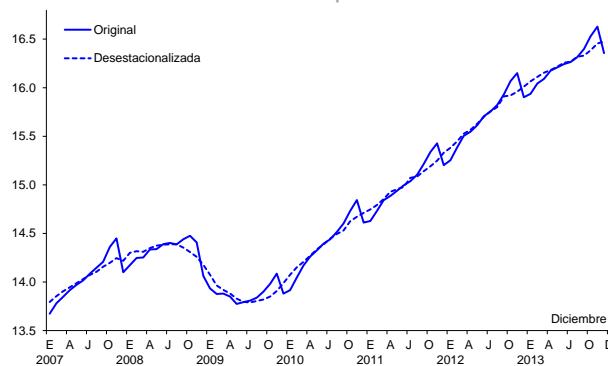
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2013; cifras del IGAE a noviembre de 2013.

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.

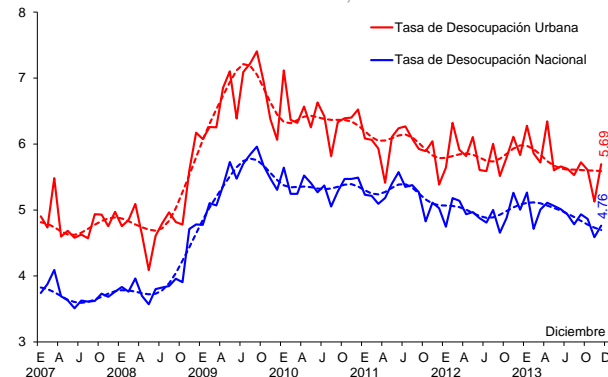
Gráfica 29
Trabajadores Asegurados en el IMSS^{1/}
Millones de personas



1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

Gráfica 30
Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.

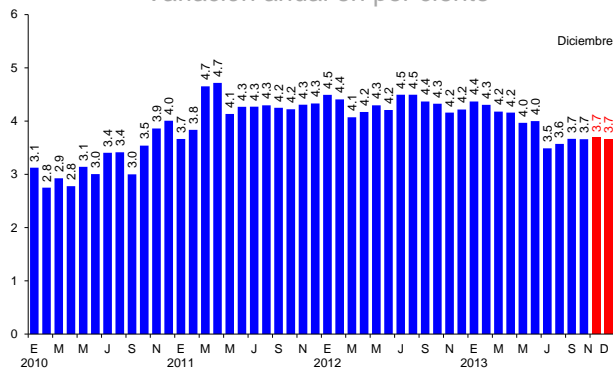


a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

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

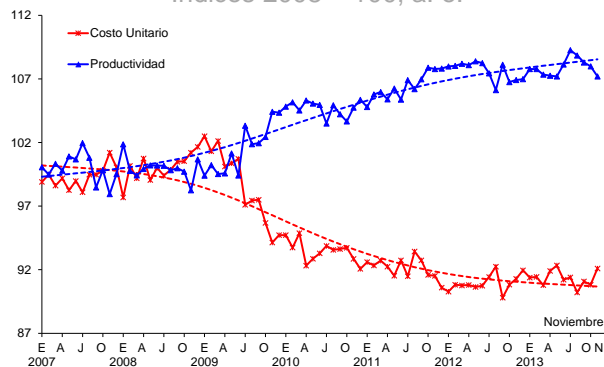
En este contexto, los incrementos salariales observados en el último trimestre de 2013 continuaron siendo moderados (Gráfica 31). Lo anterior, junto con el desempeño de la productividad media del trabajo, contribuyó a que los costos unitarios de la mano de obra hayan permanecido en niveles bajos (Gráfica 32).

Gráfica 31
Salario Base de Cotización al IMSS
 Variación anual en por ciento



Fuente: IMSS.

Gráfica 32
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
 Índices 2008 = 100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

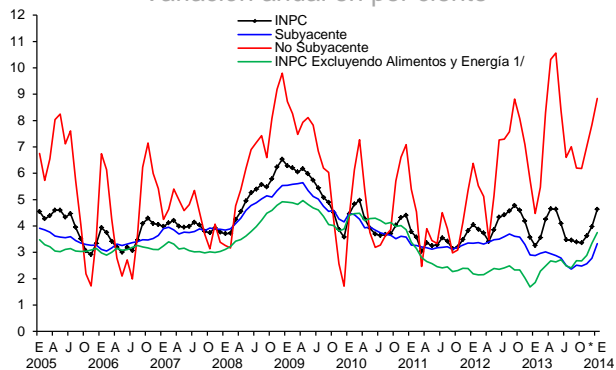
Por su parte, el financiamiento al sector privado no financiero ha continuado incrementándose. Las empresas privadas no financieras obtuvieron recursos principalmente a través de los mercados de deuda externa y de préstamos bancarios. En este contexto, las tasas de interés en los mercados internos de deuda y crédito bancario comercial continuaron exhibiendo una ligera tendencia a la baja. El crédito a los hogares prolongó su expansión, si bien la tasa de crecimiento del crédito al consumo siguió presentando una tendencia a la baja. Por su parte, los índices de morosidad permanecen en niveles bajos. Todo lo anterior continúa indicando la ausencia de indicios de sobrecalentamiento en los mercados de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

Durante el segundo semestre de 2013, la inflación general anual mantuvo niveles relativamente reducidos, ubicándose dentro del intervalo de variabilidad alrededor del objetivo de 3 por ciento debido, principalmente, a los niveles históricamente bajos que registró en ese periodo la inflación subyacente anual. En este contexto, a finales del año se presentaron condiciones climáticas adversas que retrasaron la producción de ciertos bienes agrícolas, en particular el jitomate. Lo anterior, aunado a la ocurrencia de ajustes no anticipados en las tarifas de transporte público tuvo como consecuencia un repunte en la inflación general en los últimos dos meses del año. Posteriormente, en la primera quincena de enero de 2014, la inflación general registró un incremento adicional debido a los ajustes a la política de precios públicos y a la entrada en vigor de diversas medidas impositivas. De esta forma, en la referida quincena, la inflación general anual se ubicó en 4.63 por ciento (Gráfica 33 y Cuadro 1). Cabe señalar que, tal como se había estimado, el reciente incremento en la inflación se ha concentrado en aquellos bienes y servicios afectados por las mencionadas medidas fiscales. Así, es importante subrayar que hasta el momento no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios.

Derivado de lo anterior, la inflación subyacente anual se situó en 3.33 por ciento en la primera quincena de enero de 2014 (Gráfica 34 y Cuadro 1). En cuanto a sus componentes, el subíndice de precios de las mercancías aceleró su variación anual como resultado de los cambios fiscales, los cuales consistieron en la aplicación de un nuevo IEPS a un grupo de productos con alto contenido calórico y a los refrescos, así como en la homologación de la tasa del IVA en la frontera. Por lo anterior, tanto el grupo de alimentos, bebidas y tabaco, como el de las mercancías no alimenticias, experimentaron incrementos de precios, destacando en el primer caso los refrescos y el pan dulce, mientras que en el segundo caso sobresalió el alimento para mascotas. El incremento en la variación anual del subíndice de precios de los servicios se debió al comportamiento del grupo de servicios distintos a educación y vivienda, fundamentalmente, por la dinámica registrada en los precios de los servicios de alimentación, los cuales registraron modificaciones al alza de magnitud similar a años previos en el mismo periodo aunque en una mayor proporción de los establecimientos (Gráfica 35 y Cuadro 1).

Gráfica 33
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



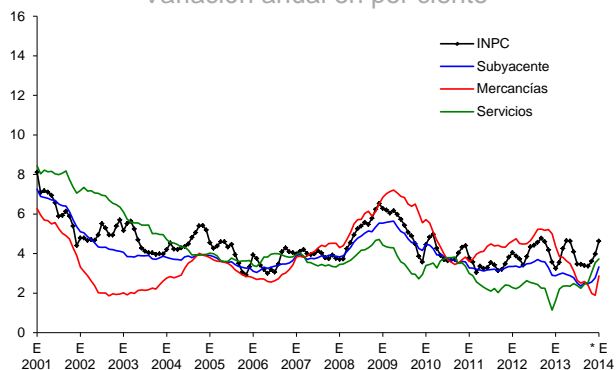
1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

*Información a la primera quincena de enero de 2014.

Fuente: Banco de México e INEGI.

La variación anual del índice de precios no subyacente fue 8.84 por ciento en la primera quincena de enero de 2014. Si bien algunas presiones sobre los precios de productos agrícolas comenzaron a ceder, notoriamente en los casos del jitomate y del tomate verde, el comportamiento de este indicador se vio comprometido por el efecto de los ajustes sobre los precios de los combustibles, la homologación del IVA en las tarifas eléctricas de frontera y el aumento en las tarifas de transporte público de algunas ciudades, destacando por su contribución las correspondientes al Metro de la Ciudad de México y las del colectivo en las ciudades de Guadalajara y Monterrey (Gráfica 33 y Cuadro 1).

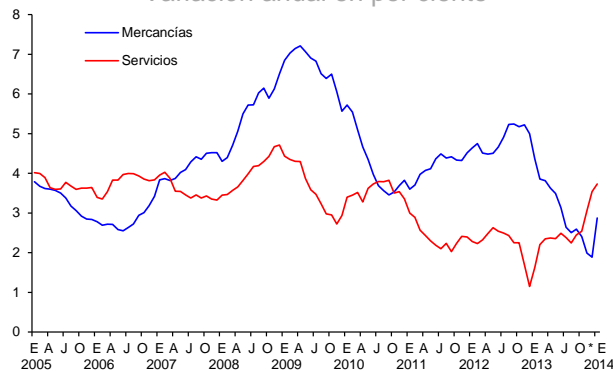
Gráfica 34
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



*Información a la primera quincena de enero de 2014.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 35
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
 Variación anual en por ciento



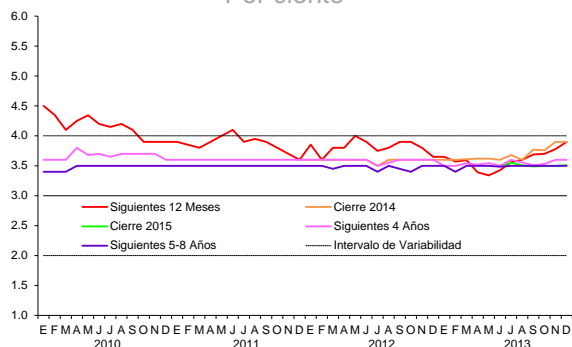
*Información a la primera quincena de enero de 2014.

Fuente: Banco de México e INEGI.

De acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, las expectativas de inflación general correspondientes al cierre de 2014 han registrado un ajuste al alza como respuesta a los efectos esperados de las medidas fiscales señaladas para alcanzar niveles alrededor de 4 por ciento. A pesar de ello, las expectativas de inflación para 2015 y aquellas para horizontes de largo plazo se han mantenido estables alrededor de 3.50 por ciento (Gráfica 36). Lo anterior es congruente con la previsión de que el impacto sobre la inflación de las referidas modificaciones será temporal y que no dará lugar a efectos de segundo orden.

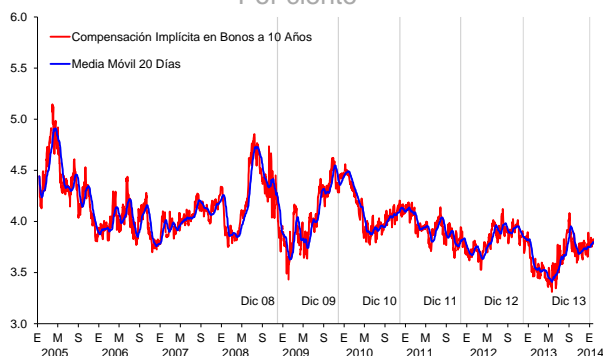
De manera complementaria a la información obtenida de las encuestas, las expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de mercado señalan también que las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido estables. El indicador de compensación por inflación y riesgo inflacionario, calculado con base en el rendimiento nominal y real de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años, permaneció por debajo de 3.8 por ciento durante el último mes (Gráfica 37).

Gráfica 36
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.

Gráfica 37
Compensación por Inflación y Riesgo
Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en
México^{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.

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

En cuanto a los pronósticos para la inflación general anual, se prevé que derivado de los cambios impositivos y de los ajustes a las tarifas de bienes y servicios determinados por distintos niveles de gobierno, ésta se sitúe por arriba de 4 por ciento en los primeros meses de 2014. Al respecto, se estima que los efectos de los cambios en precios relativos derivados de las medidas fiscales señaladas sean transitorios y que no tengan efectos de segundo orden en la inflación. De esta forma, se espera que a partir del segundo trimestre del año la inflación general anual se ubique nuevamente por debajo de la cota superior del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta de 3 por ciento y que cierre 2014 dentro del intervalo. Asimismo, se anticipa que para 2015, presente una disminución importante a principios del año y que permanezca en niveles ligeramente por arriba de 3 por ciento el resto del año.

La trayectoria prevista para la inflación no está exenta de riesgos, entre los que destacan: al alza, posibles efectos de segundo orden en precios derivados de las medidas fiscales que entraron en vigor este año; y a la baja, una recuperación de la actividad económica menor a la anticipada. De igual forma, no pueden descartarse modificaciones cambiarias que podrían afectar la inflación, aunque de materializarse este escenario, su efecto se estima sería transitorio y moderado.

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

Concepto	Diciembre 2012	Noviembre 1q 2013	Enero 1q 2014
INPC	3.57	3.51	4.63
Subyacente	2.90	2.43	3.33
Mercancías	5.00	2.02	2.88
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.11	2.84	4.48
Mercancías no Alimenticias	4.13	1.37	1.60
Servicios	1.15	2.77	3.73
Vivienda	2.05	2.19	2.21
Educación (Colegiaturas)	4.48	4.43	4.38
Otros Servicios	-0.72	2.88	5.14
No Subyacente	5.74	7.01	8.84
Agropecuarios	9.18	5.38	6.67
Frutas y Verduras	2.90	11.46	12.41
Pecuarios	13.22	1.81	3.35
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	3.84	8.10	10.25
Energéticos	5.62	8.32	9.67
Tarifas Autorizadas por Gobierno	0.45	7.66	11.39

Fuente: INEGI.

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

Durante la sesión se llevó a cabo un nutrido intercambio de opiniones entre todos los asistentes sobre los temas tratados en ella. A continuación se presentan las consideraciones que manifestaron los miembros de la Junta de Gobierno, respecto de la decisión de política monetaria.

La mayoría de los miembros de la Junta apuntó que la actividad económica mundial continuó mostrando signos de recuperación durante el cuarto trimestre de 2013. Asimismo, todos los integrantes consideraron que la actividad económica en México siguió recuperándose, y la mayoría afirmó que el balance de riesgos en cuanto a su crecimiento ha mejorado. No obstante, también señaló que prevalecen condiciones de holgura en la economía en su conjunto, si bien se anticipa que éstas se reduzcan de manera gradual en el horizonte en el que opera la política monetaria. Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la inflación general anual recientemente registró un incremento, en parte, como resultado de choques no anticipados al componente no subyacente y de las medidas fiscales que entraron en vigor al inicio del año. La mayoría puntualizó que los efectos de dichas medidas han estado en línea con las previsiones del Banco de México y que no se han generado efectos de segundo orden en la formación de precios. Sin embargo, todos los miembros concordaron que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que la actividad económica mundial continuó mostrando signos de recuperación. Algunos integrantes consideraron que dicha recuperación ha estado sustentada principalmente en la expansión de las economías avanzadas y, en particular, de la de Estados Unidos, aunque también ha abarcado a ciertas economías emergentes. La mayoría de los integrantes consideró que se espera que continúe el repunte de la economía mundial y sostuvo que, de hecho, las perspectivas para el crecimiento global han mejorado, si bien todavía se anticipa que éste se ubique por debajo de su potencial. Uno de ellos señaló que la evolución de los índices de los gerentes de compras del sector manufacturero apunta en esta dirección. No obstante, la mayoría argumentó que aún persisten riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial. En efecto, uno de ellos aclaró que todavía no se puede tener la certeza de una contribución sostenida de las economías avanzadas al crecimiento global, en un contexto en el que éste sigue estando soportado

por políticas monetarias y fiscales muy acomodaticias. Asimismo, añadió que persiste incertidumbre sobre el impacto que pudiera tener sobre la actividad económica el proceso de normalización de dichas políticas, aun en el caso de que este proceso sea gradual y bien delineado.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la actividad económica de Estados Unidos continúa recuperándose a un ritmo superior al esperado hace algunos meses. Al respecto, algunos integrantes afirmaron que dicho crecimiento está sustentado en factores como una política monetaria acomodaticia, un menor endeudamiento de las familias y la fortaleza financiera de las empresas, lo que se ha reflejado en el crecimiento del consumo privado, de la producción manufacturera y de las exportaciones netas. Asimismo, señalaron que los indicadores inmobiliarios y laborales también han mostrado una mejora, si bien otro integrante argumentó que la recuperación de éstos no se ha consolidado.

La mayoría de los integrantes de la Junta afirmó que las perspectivas para el crecimiento de la economía estadounidense se han revisado al alza. Algunos puntualizaron que, en este contexto, se espera que durante 2014 y 2015 la economía de ese país registre crecimientos mayores al de 2013. Un miembro apuntó que a esta evolución contribuirá una política fiscal menos restrictiva y que los acuerdos en el Congreso sobre el presupuesto han disminuido la incertidumbre sobre el desempeño fiscal, si bien otro integrante recalcó que dicha incertidumbre no se ha disipado totalmente. Un miembro destacó que, si bien el balance de riesgos para el crecimiento económico de Estados Unidos se encuentra cercano a ser neutral, la recuperación sigue enfrentando diversos riesgos a la baja, entre los cuales destacan una mejoría en el mercado laboral más débil de lo previsto y posibles dificultades en las negociaciones sobre el techo de la deuda pública o en el proceso de normalización de la política monetaria en dicho país.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que en la reunión de diciembre del Comité de Operaciones de Mercado Abierto, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió iniciar, a partir de enero, la reducción en su programa de compra de activos, dado el panorama más favorable para la actividad económica en ese país. Un miembro recordó que dicha institución también informó que la tasa de interés de referencia se mantendrá en niveles bajos por un periodo considerable. Otro miembro agregó que la

preocupación de algunos funcionarios de la Reserva Federal sobre la posibilidad de que los costos marginales del programa de compra de activos sobre la estabilidad financiera pudieran superar sus beneficios también influyó en la decisión del citado Comité. En este contexto, la mayoría añadió que, a pesar de los reducidos niveles de inflación, persiste incertidumbre en torno a la política monetaria en ese país y destacó que el Comité tendrá que decidir sobre futuras disminuciones de compras de activos y la forma en que modificará su guía futura sobre su tasa de interés de referencia.

Así, algunos miembros afirmaron que aun si los mercados financieros internacionales han tendido a reaccionar en general de manera ordenada ante el inicio del retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal en un contexto de fortalecimiento de la actividad económica, dado que parecían ya haber descontado este ajuste, recientemente se ha registrado nuevamente un alto grado de nerviosismo en los mercados asociado en parte a la normalización de la política monetaria estadounidense. La mayoría de los integrantes agregó que la volatilidad se ha exacerbado debido a la acumulación de desbalances macroeconómicos en algunas economías emergentes, lo cual se ha visto reflejado en una importante debilidad de sus monedas y en mayores presiones inflacionarias. Al respecto, un miembro destacó que la volatilidad de mercados financieros como los de Turquía, Argentina y Brasil continúa siendo elevada. En este sentido, la mayoría concordó en que existe el riesgo de nuevos episodios de ajustes abruptos en los mercados financieros, inclusive en el corto plazo, con implicaciones de consideración para las economías emergentes, en especial para aquéllas con fundamentos económicos menos sólidos. En este contexto, la mayoría resaltó la importancia de mantener la disciplina fiscal en esos países. Un miembro añadió que en este entorno de volatilidad es probable que ante las posibles salidas de capital, los bancos centrales de las naciones emergentes enfrenten la necesidad de aplicar medidas de restricción monetaria.

Un miembro profundizó acerca de los elementos que contribuyen a la incertidumbre que se ha dado en torno a la política monetaria de Estados Unidos y, en particular, a la velocidad y la volatilidad con la que podría darse el proceso de normalización de tasas de interés a nivel global. Argumentó que, en general, los bancos centrales tienen poco control sobre la descompresión de las primas de riesgo, a pesar de una cuidadosa política de comunicación.

Explicó que esto podría deberse a cambios en la relación entre las diferentes tasas de interés, a que los inversionistas apalancados podrían tratar de cubrirse ante incrementos en tasas y a problemas de índole fiscal o de estabilidad financiera. Adicionalmente, expuso que la insistencia de mantener las tasas de corto plazo lo más bajo posible, inclusive mediante una guía futura, es claramente inconsistente intertemporalmente, por lo que si se diera el caso de que los institutos centrales no cumplieran con sus compromisos, podría llegarse a dificultar la operación de los mercados financieros. Por otra parte, indicó que también para las economías emergentes existe incertidumbre sobre cómo se llevará a cabo el proceso de normalización de tasas, particularmente en un contexto en el que se observan sesgos a que sus tipos de cambio reales se deprecien.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que, si bien partiendo de una base baja, la actividad económica en la zona del euro ha venido recuperándose paulatinamente, en un contexto en el que no se observan presiones inflacionarias. No obstante, un integrante advirtió que aunque en términos generales la región no se encuentra en recesión, su crecimiento aún no puede calificarse de franco y sostenido. Adicionalmente, algunos miembros sostuvieron que la reanimación económica se ha dado de manera heterogénea entre los países de la región, a lo que uno añadió que muchos siguen mostrando vulnerabilidades importantes como altas tasas de desempleo, elevados niveles de endeudamiento, tasas de inflación muy bajas y fragilidad de sus sistemas bancarios. Sin embargo, un integrante afirmó que el crecimiento y el avance en la resolución de los problemas financieros y de arquitectura institucional en la región han contribuido a atraer inversión, lo que ha resultado en una mejoría en las condiciones financieras de los países periféricos. En efecto, otro miembro agregó que dichos países muestran una mejoría, que varios de ellos ya superaron su fase recesiva y que se espera que la economía de la zona en su conjunto se fortalezca gradualmente en 2014.

Algunos miembros de la Junta concordaron en que la actividad económica en Japón ha mostrado un repunte, si bien uno de ellos añadió que persisten dudas sobre la sostenibilidad de su recuperación. Un integrante argumentó que las agresivas políticas de estímulo fiscal y monetario que ha llevado a cabo el gobierno japonés han resultado en una fuerte depreciación del yen y un aumento de la tasa de inflación, y que no obstante el incremento programado para abril de 2014 en los impuestos al

consumo, se espera que el crecimiento del PIB registre durante el año una cifra similar a la estimada para 2013. A pesar de lo anterior, algunos miembros coincidieron en que el principal reto para las autoridades de ese país es la implementación de un programa de ajuste fiscal de mediano plazo y la adopción de las reformas estructurales para lograr un crecimiento sostenido.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que la tasa de crecimiento en las economías emergentes parece estar estabilizando. Al respecto, un integrante mencionó que la desaceleración observada en 2013 se vio atenuada en la segunda mitad del año por el impulso proveniente del mayor ritmo de crecimiento de las economías avanzadas, aunque otro afirmó que el pobre desempeño de las emergentes se ha debido en parte a que el crecimiento de las avanzadas ha sido bajo. Por su parte, otro miembro agregó que las economías de América Latina han mostrado cierto estancamiento, mientras que uno más sostuvo que si bien las economías emergentes continúan creciendo, en promedio, a tasas considerablemente más elevadas que las avanzadas, es notorio que los diferenciales entre esas tasas de crecimiento se han reducido. Por otra parte, otro integrante señaló que, si bien se espera un fortalecimiento moderado de la actividad económica en todas las regiones emergentes, existen factores que podrían afectar negativamente su ritmo de expansión, como la persistente debilidad en su demanda doméstica, las vulnerabilidades internas y externas, y el menor crecimiento de China. Adicionalmente, la mayoría de los integrantes apuntó que el proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos podría conducir a condiciones más astringentes de acceso al financiamiento externo.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que se prevé un panorama de baja inflación en el mundo. Algunos integrantes argumentaron que el crecimiento del PIB mundial por debajo de su potencial ha conducido a que se moderen las presiones inflacionarias a nivel global. Adicionalmente, la mayoría indicó que los precios internacionales de las materias primas han presentado reducciones, y uno de ellos señaló que dichas caídas en los precios continuarán este año. Por otra parte, un integrante añadió que el amplio grado de holgura en las economías avanzadas ha contribuido a que sus tasas de inflación se ubiquen por debajo de los objetivos fijados por sus bancos centrales, lo que ha acentuado la preocupación por el riesgo de deflación en algunos de estos países.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que en el cuarto trimestre de 2013 la economía mexicana continuó recuperándose, si bien de manera no generalizada entre los diversos componentes del gasto y, según afirmaron algunos integrantes, a un ritmo de crecimiento más moderado que en el trimestre previo. A este respecto, algunos miembros destacaron que el dinamismo del IGAE durante octubre y noviembre se debió principalmente a la expansión del sector servicios y, en menor grado, del industrial. La mayoría de los miembros sostuvo que el comportamiento de las exportaciones ha contribuido a la recuperación. No obstante, un integrante de la Junta puntualizó que las exportaciones manufactureras mostraron cierta desaceleración al final del año, asociada a un menor ritmo de las ventas automotrices al exterior, especialmente las dirigidas a países distintos a Estados Unidos. Agregó que este menor dinamismo estuvo influido por los efectos transitorios de la readecuación de algunas plantas automotrices, así como por el agotamiento de los cupos de exportación de vehículos ligeros a Argentina y a Brasil. En cuanto a la demanda interna, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que el gasto público y el consumo privado han comenzado a mostrar un incipiente repunte. En particular, uno de ellos mencionó que las ventas al menudeo mostraron una mejoría en noviembre asociada al programa del “Buen Fin” y que las cifras favorables de la ANTAD de noviembre y diciembre sugieren que dichas ventas mantendrán una tendencia ascendente. No obstante, la mayoría destacó que la confianza del consumidor continúa en niveles bajos y uno de ellos resaltó la debilidad del mercado laboral, lo cual podría afectar al dinamismo del consumo, si bien la mayoría sostuvo que el empleo y las tasas de desocupación siguen mejorando. Por otro lado, todos los miembros apuntaron que la inversión privada continuó contrayéndose. La mayoría subrayó la desfavorable evolución del sector de la construcción. Uno de ellos puntualizó el débil desempeño del sector vivienda, del gasto en inversión pública y de la inversión en maquinaria y equipo importado.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que la actividad económica de México se fortalecerá durante 2014. Algunos de ellos argumentaron que las perspectivas más favorables se sustentan, en gran medida, en el repunte esperado del PIB y de la actividad industrial de Estados Unidos, lo cual a su vez se anticipa que se refleje en un aumento de las exportaciones manufactureras de México. En particular, un

miembro puntualizó que en los últimos meses se ha registrado una ampliación importante en el número de ramas del sector industrial estadounidense que muestran expansión, lo que debería contribuir a corregir el actual rezago en la recuperación de este sector en México respecto a la observada en Estados Unidos. Adicionalmente, algunos miembros sostuvieron que una política de gasto público en nuestro país más expansiva en 2014 también contribuirá al dinamismo de la economía mexicana, y uno de ellos añadió que se espera que esta expansión del gasto comience desde el primer trimestre del año. Otro miembro agregó que la demanda interna también podría beneficiarse de las medidas de estímulo monetario implementadas durante 2013. Asimismo, algunos miembros argumentaron que se espera que la reciente aprobación de diversas reformas estructurales se refleje en un mayor crecimiento económico y en el fortalecimiento de la confianza. Uno de ellos añadió que la reforma financiera podría detonar un mayor crecimiento del crédito, aprovechando las tasas de interés históricamente bajas en México. De este modo, un miembro afirmó que le parecen razonables las expectativas de que el PIB de México crezca a una tasa de entre 3 y 4 por ciento durante 2014, si bien advirtió que probablemente la recuperación del consumo privado sea modesta en los primeros meses de 2014, y que la de la inversión privada posiblemente lleve aún más tiempo. En el mismo sentido, otro miembro indicó que el consenso de los analistas estima que el dinamismo económico de México se incremente en 2014 y en 2015 con respecto a 2013.

Algunos miembros de la Junta argumentaron que los mercados financieros en México han seguido operando con normalidad. No obstante, uno de ellos indicó que se prevé que la volatilidad en el mercado cambiario continúe debido a la incertidumbre asociada a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, y que se anticipa que las tasas de interés de largo plazo presenten una tendencia al alza como respuesta, entre otros factores, al incremento en la prima por plazo en los mercados internacionales. Añadió que en este entorno no se puede descartar una salida de capitales que afecte las fuentes de recursos disponibles para la economía del país. En este sentido, otro miembro arguyó que la expectativa del aumento en la oferta de valores gubernamentales de México por el mayor déficit fiscal también ha contribuido a mantener las tasas de interés de largo plazo en niveles relativamente elevados durante los últimos meses. De este modo, un miembro más afirmó que es necesario vigilar cuidadosamente

dichas tasas dado el aumento de más de un punto del producto en los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y los ajustes de portafolio que se están llevando a cabo en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, agregó que el impacto sobre las tasas de interés y el concomitante efecto de desplazamiento de la inversión privada, dependerán en gran medida de la velocidad con la que dicha inversión privada, así como la demanda por crédito, se vayan recuperando. De manera relacionada, también sostuvo que es probable que durante el año en curso el déficit de la cuenta corriente se ubique en alrededor de 2 puntos del PIB, en parte debido al incremento en los RFSP, aun tomando en cuenta que parece haber un grado considerable de equivalencia ricardiana en México. Sostuvo que ese nivel de déficit es moderado, de los menores entre los principales países emergentes y plenamente financiable, si bien no debe perderse de vista que no se había observado un déficit de dicha magnitud en México desde hace algunos años.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado. Uno agregó que, en comparación con meses previos, los riesgos para el escenario de crecimiento parecen estar más balanceados, mientras que otro integrante afirmó que en el corto plazo dicho balance continúa siendo a la baja. Al respecto, la mayoría de los miembros de la Junta describió como riesgos al alza para el crecimiento en el corto plazo la posibilidad de una recuperación de Estados Unidos por encima de la prevista, así como, para el mediano plazo, un mayor impacto de las reformas estructurales recientemente aprobadas. En efecto, la mayoría describió que los avances en la aprobación de reformas estructurales podrían traducirse en mejores perspectivas para la inversión en México, con su consecuente efecto sobre la demanda agregada y sobre el crecimiento potencial de la economía, con lo que el crecimiento en nuestro país podría acelerarse sin generar presiones inflacionarias. En cuanto a los riesgos a la baja, la mayoría mencionó que el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos se podría traducir en un aumento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales y en que se reduzca la disponibilidad de recursos en el exterior. Algunos apuntaron que lo anterior, en un entorno de mayores RFSP, podría limitar la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado, afectando la recuperación. Asimismo, algunos integrantes señalaron la posibilidad de una evolución más débil del consumo y la inversión que la anticipada. Uno de ellos agregó como riesgos a

la baja el posible impacto del aumento de los impuestos y de la inseguridad, las condiciones externas menos favorables y las dificultades para la restructuración del mercado de desarrolladores inmobiliarios en el país. Otro señaló como riesgo adicional una aprobación de la legislación secundaria para las reformas estructurales de menor alcance que lo anticipado.

La mayoría de los integrantes de la Junta señaló que prevalecen condiciones de holgura en la economía en su conjunto, y uno de ellos detalló que el PIB se encuentra muy por debajo de su potencial. En este contexto, la mayoría sostuvo que persiste holgura en el mercado laboral y uno de ellos agregó que esto se ha reflejado en caídas en los costos unitarios de la mano de obra y variaciones salariales incluso por debajo de la inflación. Dado este entorno, algunos miembros aseveraron que no se observan ni se prevé que se presenten presiones de demanda sobre los precios durante 2014. No obstante, la mayoría de los integrantes sostuvo que se anticipa una reducción gradual de las condiciones de holgura de la economía en el horizonte que opera la política monetaria, si bien enfatizó que ésta continuará por algún tiempo. Un miembro indicó, sin embargo, que los grados de holgura de hecho ya han venido reduciéndose.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que la inflación general anual registró un incremento importante a finales de 2013 y la primera quincena de enero de 2014, y la mayoría apuntó que actualmente ésta se ubica por encima del 4.0 por ciento. Algunos integrantes enfatizaron que este incremento fue superior al previsto por los analistas. Todos asociaron el aumento a choques que afectaron la inflación no subyacente, como el ajuste no previsto en los precios del transporte público y de ciertos productos agropecuarios. Asimismo todos los miembros indicaron que al repunte también contribuyeron, de manera significativa, las medidas fiscales que entraron en vigor el primero de enero y la mayoría señaló que los efectos de éstas han estado en línea con las previsiones del Banco de México. Además, sostuvo que los incrementos en precios se han concentrado en aquellos bienes y servicios afectados por las referidas medidas. Por su parte, un miembro agregó que la inflación subyacente respondió a la desaparición del choque positivo proveniente de las rebajas en telecomunicaciones que se registraron en los tres últimos años. A pesar de lo anterior, la mayoría de los miembros enfatizó que el aumento en la inflación obedece a choques de naturaleza temporal bien identificados y que no

existe evidencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios.

La mayoría de los integrantes de la Junta indicó que es probable que la inflación general se ubique por encima del techo del intervalo de variabilidad durante los primeros meses de 2014. No obstante, anticipó que ese incremento será transitorio, particularmente dado el grado de holgura en la economía, por lo que algunos afirmaron que se prevé que para el segundo trimestre del año la inflación ya se ubique por debajo de la cota superior del intervalo en torno al objetivo. La mayoría argumentó que para 2015 se anticipa un ajuste importante a la baja a partir de enero y que permanezca en niveles ligeramente por arriba de 3 por ciento el resto del año. También, aseveró que esta evolución resulta del desvanecimiento de los efectos de los cambios en precios relativos antes señalados, de la previsión de que no habrá presiones inflacionarias por el lado de la demanda y de una reducción esperada en el desliz de los precios de las gasolinas a partir del siguiente año de acuerdo a la Ley de Ingresos recientemente aprobada. En este contexto, un miembro de la Junta arguyó que la reforma fiscal podría contribuir a anclar la inflación en el mediano plazo, en la medida en que implique finanzas públicas sanas y que el Gobierno Federal actúe conforme a lo delineado, en particular en cuanto a establecer los precios de los energéticos con base en la inflación esperada y respecto a cumplir con la convergencia al balance presupuestal equilibrado para 2017. Adicionalmente, recordó que el incremento en el déficit público incorporado en la reforma fiscal se da en un contexto de holgura en la economía, por lo que no se prevén presiones de demanda por este canal.

La mayoría de los integrantes de la Junta afirmó que las expectativas de inflación para 2014 se encuentran alrededor de 4 por ciento, si bien apuntó que éstas se incrementaron como resultado de las medidas fiscales, y uno argumentó que es posible que los analistas revisen sus pronósticos por encima de dicho valor ante el dato de la primera quincena de enero. Sin embargo, la mayoría recalzó que las expectativas para 2015, en particular, y para el mediano y largo plazo, en general, se han mantenido estables. Además, uno de los miembros de la Junta señaló que los esfuerzos en el combate a la inflación en los últimos años han permitido reducir considerablemente el impacto de choques temporales sobre las expectativas de inflación de mayores plazos, y otro añadió que éstas continúan convergiendo hacia el 3 por ciento si se consideran las que se derivan de

descomponer la compensación por inflación que se obtiene de comparar tasas de interés nominales y reales de instrumentos a plazo. La mayoría agregó que este comportamiento también soporta la percepción de que el reciente aumento en la inflación será transitorio y no debería afectar el proceso de formación de precios en la economía. No obstante, algunos miembros notaron que las expectativas de inflación permanecen por encima del objetivo permanente de 3 por ciento y uno de ellos advirtió que podrían verse afectadas en caso de ocurrir una contaminación en el proceso de formación de precios originada por el aumento de impuestos. En este contexto, un miembro más expuso sobre la importancia de anclar firmemente las expectativas de inflación y de mantener en niveles reducidos las primas por riesgo inflacionario, dado el entorno internacional en el que las tasas de interés en la baja frecuencia muestran una tendencia al alza.

Todos los miembros de la Junta concordaron en que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado. En este sentido, algunos miembros recalcaron el riesgo al alza de que la reforma fiscal tenga impactos mayores a los originalmente previstos. A su vez, la mayoría apuntó la posibilidad de que los recientes ajustes en precios relativos pudieran dar lugar a incrementos en las expectativas de inflación para horizontes de mediano plazo que conduzcan a efectos de segundo orden. No obstante, uno argumentó que hasta este momento no hay evidencia en esa dirección y que no es probable que ello suceda, dado el grado de holgura que existe en la economía, si bien la mayoría de los integrantes recordó que se prevé que dichas condiciones de holgura vayan registrando una gradual reducción. Asimismo, la mayoría de los miembros de la Junta destacó como riesgo adicional al alza la posibilidad de que, ante nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, se observe una depreciación del tipo de cambio, lo cual pudiese incidir sobre la inflación. Uno de ellos añadió que un alcance menor al esperado en la aprobación de leyes secundarias de las reformas estructurales también podría derivar en un ajuste cambiario. Por otra parte, un integrante argumentó que el hecho de que la actual postura monetaria sea considerablemente laxa puede dar lugar a eventuales presiones de demanda agregada. Adicionalmente, algunos integrantes indicaron que no pueden descartarse presiones adicionales del subíndice de precios no subyacente, las cuales podrían derivarse de choques que han probado ser recurrentes en nuestro país, como los de los

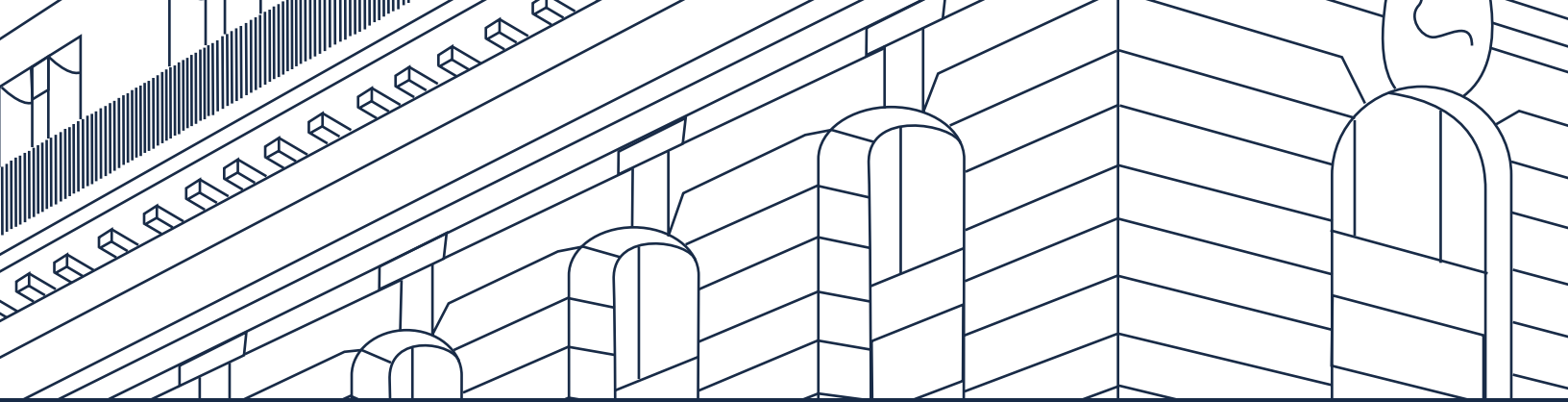
precios de los productos agropecuarios. Uno de ellos añadió que es probable que durante el presente año no se cuente con el efecto positivo de recortes significativos en los precios de las telecomunicaciones, los cuales en el pasado contribuyeron a mantener la inflación subyacente por debajo de 3 por ciento.

Todos los miembros de la Junta sostuvieron que la postura monetaria actual es la apropiada, si bien un integrante aclaró que, dado el deterioro en el balance de riesgos para la inflación que se ha registrado recientemente, podría reflexionarse sobre endurecer la postura en el margen. No obstante, otro miembro enfatizó que, de modificar la postura, dada la naturaleza transitoria de los choques que actualmente se enfrentan, el hecho de que éstos están claramente identificados y de que no se ha presentado evidencia de contaminación, es muy probable que para el momento en que la política monetaria tenga efectos, las consecuencias de dichos choques sobre la inflación ya se habrán desvanecido. Por lo tanto, aseveró que bajo estas condiciones, un cambio en la postura monetaria no sería lo recomendable para alcanzar de manera eficiente el objetivo de inflación. Finalmente, todos los miembros de la Junta concordaron en que se dará un seguimiento cuidadoso al impacto de la reforma fiscal sobre la inflación y a otros factores que pudieran afectar la trayectoria de los precios. Afirmaron que la Junta actuará, en caso de ser necesario, de modo que no se generen efectos de segundo orden y se asegure la convergencia de la inflación hacia el objetivo de 3 por ciento.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en consideración todo lo anterior, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener en 3.50 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.

No obstante, dada la lectura reciente de la inflación y en consideración de los riesgos señalados, la Junta se mantendrá atenta a todas las presiones que pudieran afectar a la inflación y a sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. Asimismo, vigilará las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tengan la evolución de la actividad económica y la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos, entre otros factores, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 14 de febrero de 2014

