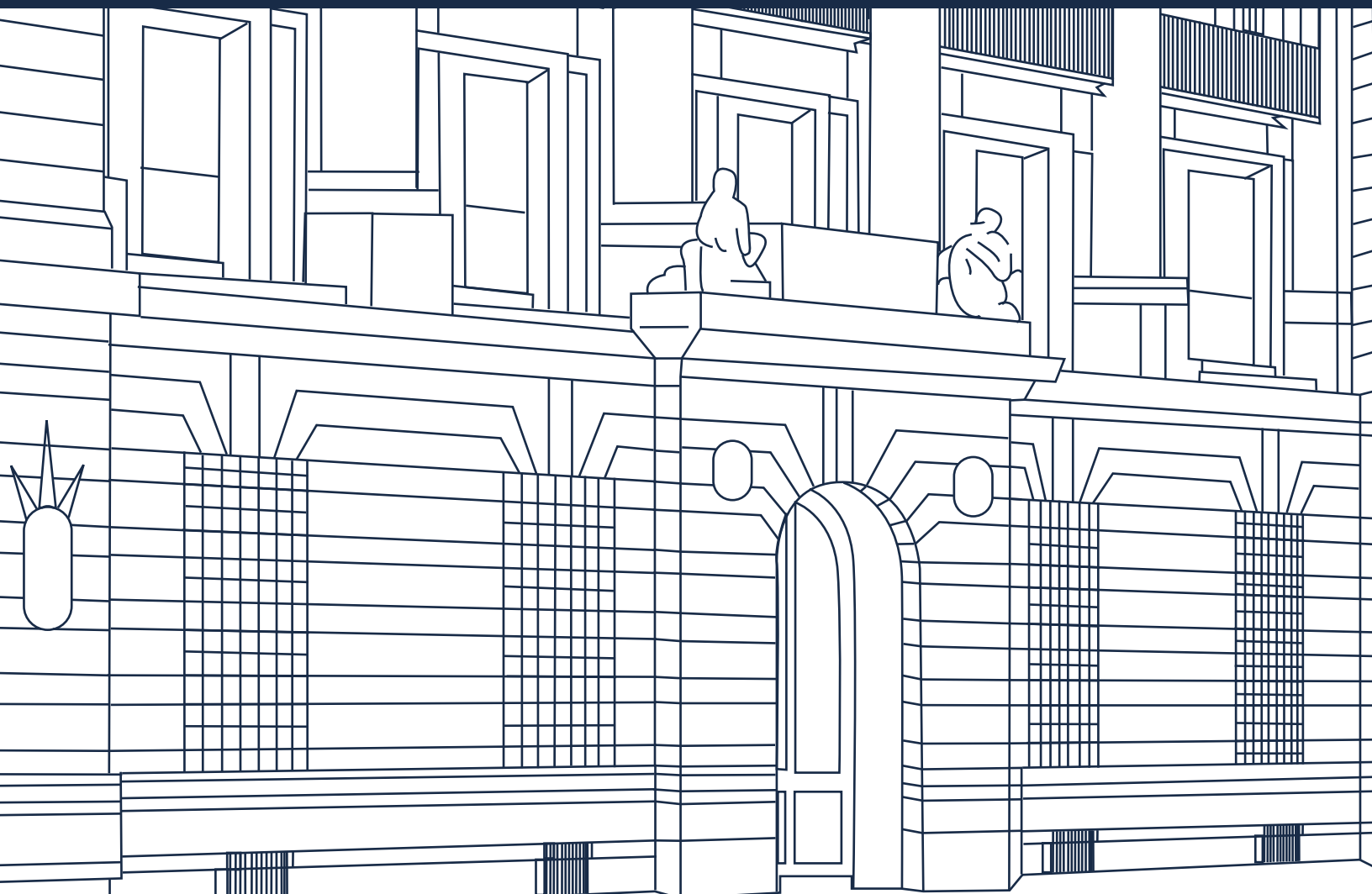




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 26

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 21 de marzo 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: 19 de marzo 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. Luis Videgaray Caso, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

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

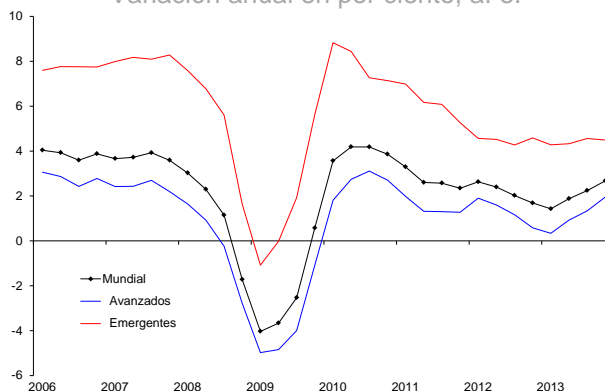
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

La economía global mantuvo una recuperación moderada a principios de 2014, impulsada por las economías avanzadas. Por su parte, las proyecciones de crecimiento de las economías emergentes se han revisado a la baja, principalmente debido a la debilidad de su demanda interna y al menor ritmo de expansión de China (Gráfica 1). De esta manera, las perspectivas para el crecimiento económico mundial mejoraron, aunque persisten importantes riesgos a la baja.

Gráfica 1
Producto Interno Bruto Mundial

Variación anual en por ciento, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

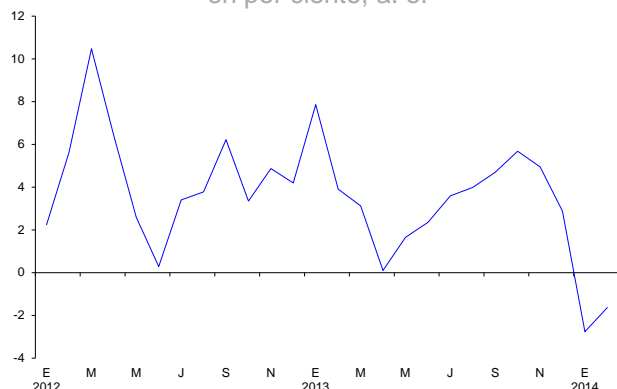
Nota: El cálculo del PIB para el 4T 2013 incluye estimados para: Chile, Colombia, Rusia y Turquía. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 86.1% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra. Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics y JPMorgan.

La actividad económica en Estados Unidos se expandió a un ritmo menor al esperado durante los primeros meses de 2014, explicado principalmente por factores que se consideran transitorios. En particular, el clima adverso que imperó en gran parte de ese país durante el invierno afectó la producción manufacturera, que registró una desaceleración marcada desde finales de 2013, y una contracción a principios de 2014. A pesar de esto, las perspectivas en el sector, medidas a través del índice de gerentes de compras, se mantuvieron elevadas, lo que sugiere que la actividad productiva podría recuperarse en los meses siguientes.

Por su parte, el gasto en consumo privado registró un menor dinamismo del que se preveía. En particular, las ventas al menudeo a principios de 2014 también fueron impactadas negativamente por las tormentas invernales y las bajas temperaturas atípicas en Estados Unidos (Gráfica 2). No obstante, los analistas anticipan que el efecto adverso del clima se disipe en los meses siguientes y que la actividad económica en Estados Unidos retome la trayectoria de fortalecimiento gradual que venía observando desde la segunda mitad de 2013.

Gráfica 2
EUA: Ventas al Menudeo

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



Nota: Excluye gasolina, automóviles y materiales de construcción.
a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Census Bureau.

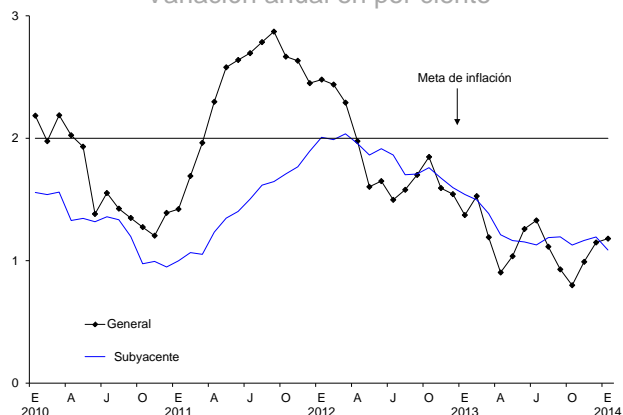
En general, los indicadores del mercado laboral continuaron mostrando una mejoría. La nómina no agrícola se recuperó en febrero, luego de la desaceleración que presentó en los dos meses previos. Otros indicadores, como los planes de contratación de las pequeñas empresas, apuntan a que la recuperación del empleo sigue su curso. Cabe mencionar que la tasa de participación laboral, cuya caída había contribuido a que la tasa de desempleo disminuyera, permaneció relativamente estable durante los primeros meses de 2014.

Por otro lado, la inflación en Estados Unidos continuó en niveles bajos ante la aún elevada holgura en la utilización de recursos productivos. La inflación general y subyacente del deflactor del gasto personal en consumo se ha mantenido por debajo de la meta de largo plazo de la Reserva Federal de 2 por ciento (Gráfica 3). Esto puede explicarse, en parte, por las reducciones en los precios de productos primarios, en particular los de la energía, y por la apreciación del dólar desde la primera mitad de 2013. Otro factor que ha contribuido a una baja inflación es la reducción en el costo de los servicios médicos. Por su parte, el crecimiento de las remuneraciones salariales se ha mantenido estable, en tanto que las expectativas de inflación siguen ancladas cerca del objetivo de largo plazo de la Reserva Federal.

Gráfica 3

EUA: Inflación General y Subyacente del Gasto Personal en Consumo

Variación anual en por ciento



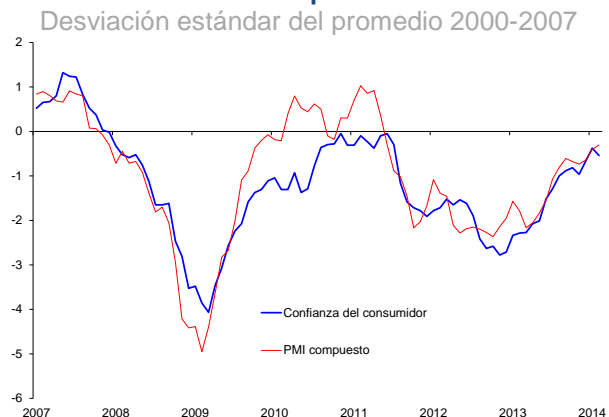
Fuente: BEA.

En este contexto, se prevé que dicha institución continúe con el proceso secuencial de normalización de su política monetaria. En su reunión de marzo, anunció por tercera ocasión una reducción de 10 mil millones de dólares en su ritmo de compra de valores a partir de abril (de 65 a 55 mil millones de dólares mensuales). Esto en virtud de la mejoría de las perspectivas del mercado laboral desde la introducción del actual programa de compra de valores.

Asimismo, con la tasa de desempleo cerca del umbral preestablecido de 6.5 por ciento, la Reserva Federal decidió actualizar su guía futura (*forward guidance*) para la conducción de la política monetaria. Las autoridades anticiparon que la tasa de fondos federales permanecerá en el rango objetivo de 0 a 0.25 por ciento por un tiempo considerable, después de que el programa de compra de valores finalice. Para determinar cuándo comenzar a incrementar la tasa de interés de referencia, la Reserva Federal evaluará el progreso, tanto observado como esperado, hacia sus objetivos de pleno empleo e inflación de 2 por ciento, basándose en una amplia gama de indicadores. Además, señaló que probablemente la tasa de fondos federales se mantendrá por debajo de su tasa normal de largo plazo, aun después de que el empleo y la inflación se ubiquen cerca de los niveles consistentes con su mandato.

En la zona del euro, la actividad económica continuó con su gradual recuperación a principios de 2014. Indicadores prospectivos de consumo y de actividad en el sector manufacturero y de servicios muestran una moderada tendencia al alza, por lo que se anticipa que el crecimiento económico siga, aunque a un ritmo lento (Gráfica 4). Se espera que este crecimiento sea apoyado por una política monetaria acomodaticia, una mejoría en las condiciones de financiamiento y una consolidación fiscal más gradual.

Gráfica 4
Zona del euro: Confianza de los Consumidores e Índice de Perspectivas de Gerentes de Compras



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Comisión Europea y Markit.

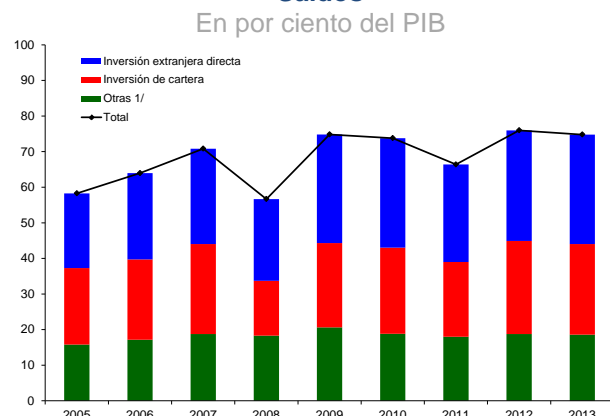
Adicionalmente, en la zona del euro persisten presiones a la baja en la inflación. Ello como resultado de la continua debilidad de la economía y el elevado nivel de capacidad no utilizada. Desde inicios de 2013, la inflación anual se ha ubicado consistentemente por debajo de 2 por ciento (0.8 por ciento en febrero de 2014). Por su parte, las expectativas de inflación de corto y mediano plazo han descendido y apuntan a un periodo prolongado de inflación muy reducida.

En el contexto del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, se registró un aumento de la volatilidad en los mercados financieros entre enero y principios de febrero de 2014. En particular, en las economías emergentes la volatilidad se vio exacerbada por la desaceleración en su ritmo de crecimiento y el resurgimiento de dudas sobre la solidez de los

fundamentos macroeconómicos de algunas economías emergentes, originado principalmente por factores idiosincráticos. Aunque los ajustes en los precios de los activos se observaron en la mayoría de las economías emergentes, la magnitud de los movimientos fue superior en los países con mayor inflación y con déficits fiscales y en cuenta corriente elevados. Ante ello, los países afectados respondieron con un alza en su tasa de interés de referencia y con intervenciones en su mercado cambiario.

Si bien recientemente se ha observado una mayor estabilidad en los mercados financieros internacionales, no se pueden descartar nuevos episodios de elevada volatilidad. En particular, existe el riesgo de que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos propicie un ajuste desordenado en los flujos de capital hacia las economías emergentes. En este sentido, el tamaño y la estructura de la posición deudora externa de las economías emergentes pudieran ser un riesgo. Actualmente, algunas mediciones apuntan a que los pasivos de inversión en cartera en estas economías representan en promedio el 25 por ciento del PIB (Gráfica 5). Esta vulnerabilidad es más relevante para aquellas economías que han registrado un elevado crecimiento del crédito, en parte financiando por capital extranjero.

Gráfica 5
Economías Emergentes: Pasivos Externos, Saldos



1/ Incluye financiamiento bancario.
Nota: 15 principales economías emergentes, excluyendo China. La cifra de 2013 corresponde al 3er trimestre.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del FMI y Haver Analytics.

En las últimas semanas se han registrado incrementos en los precios internacionales de algunas materias primas como resultado de factores que se considera pueden ser temporales. El alza en los precios del petróleo crudo reflejó mayores riesgos geopolíticos, así como un incremento en la demanda de combustible para calefacción, ante las bajas temperaturas en Estados Unidos. Por su parte, los precios de los granos también aumentaron, motivados por las potenciales afectaciones de las cosechas en Estados Unidos, producto del clima adverso, y por el conflicto en Ucrania, productor importante de trigo. En contraste, los precios de metales industriales disminuyeron, debido a una menor actividad manufacturera en China durante los primeros meses de 2014.

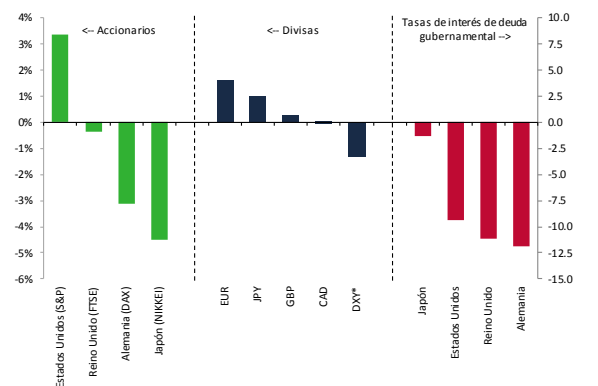
Se anticipa que la política monetaria en gran parte de las economías avanzadas y emergentes permanezca acomodaticia en el corto plazo. Esto debido a un entorno de reducidos niveles de inflación mundial, inclusive con algunas economías avanzadas registrando un crecimiento en sus precios menor al objetivo de sus bancos centrales.

2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Desde la última reunión de política monetaria los mercados financieros de países desarrollados presentaron una evolución moderadamente positiva (Gráfica 6). Esto debido a que las expectativas sobre crecimiento y la política monetaria en estas economías se mantuvieron prácticamente sin cambio respecto a las previstas a inicios de año.

Gráfica 6
Indicadores financieros seleccionados en
mercados desarrollados ^{1/}
 Cambio del 27 de enero al 14 de marzo de 2014,
 porcentaje, puntos base

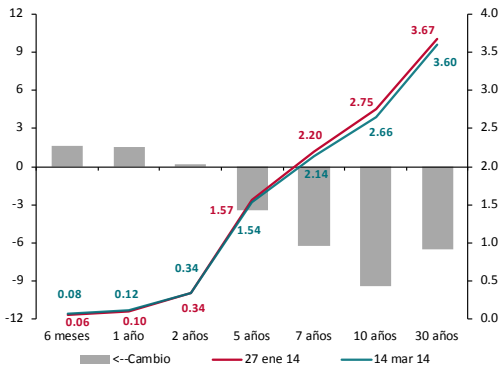


^{1/}La variación porcentual de los índices accionarios se encuentra denominada en moneda local. Las tasas de interés de deuda gubernamental se refieren a las variaciones de las tasas a plazo de 10 años.

*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.
 Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, las tasas de interés de los instrumentos del Tesoro presentaron disminuciones marginales (menores a 10 puntos base en el periodo), con un ligero aplanamiento de la curva de rendimiento en el tramo hasta 10 años (Gráfica 7). Cabe destacar que, a diferencia de lo observado en otros episodios, las tasas de interés de los bonos gubernamentales reaccionaron poco al menor dinamismo económico que mostraron los últimos indicadores publicados en ese país, pues, como ya se dijo, se espera que dicha desaceleración sea temporal (Gráfica 8). De hecho, los principales analistas del mercado no han modificado su pronóstico de que la economía estadounidense crezca entre 2.5% y 3% en 2014. También esperan que la Reserva Federal continúe disminuyendo gradualmente su programa de compra de activos durante los próximos meses y que inicie la normalización de la tasa de fondos federales hasta el segundo semestre de 2015 (Gráfica 9).

Gráfica 7
Estados Unidos: Curva de rendimiento de instrumentos del Tesoro
 Puntos base, porcentaje



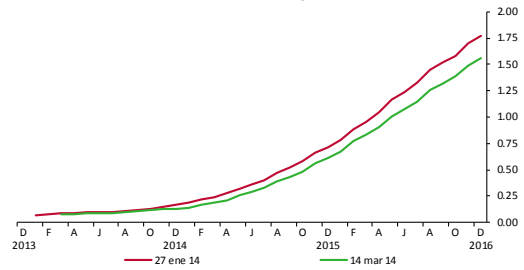
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8
Estados Unidos: Índice de sorpresas de indicadores económicos* y tasa de la nota del Tesoro de 10 años
 Porcentaje, unidades



*El índice se calcula como un promedio ponderado de las desviaciones históricas (90 días) de las sorpresas (diferencia entre el dato publicado y la mediana de los pronósticos de analistas encuestados por Bloomberg) en la publicación de indicadores económicos. Los ponderadores de cada indicador dependen del impacto que una sorpresa tenga sobre el tipo de cambio. El índice incluye un factor que asigna un mayor peso a las publicaciones más recientes de datos económicos. Una sorpresa positiva significa que los indicadores publicados durante los últimos 90 días superaron las expectativas de los analistas y viceversa.
 Fuente: Citibank con información de Bloomberg.

Gráfica 9
Estados Unidos: Curva de contratos a futuro de la tasa de Fondos Federales
 Porcentaje

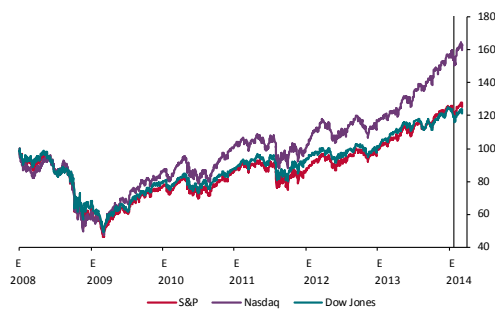


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, los índices accionarios en Estados Unidos registraron alzas moderadas, alcanzando máximos históricos en algunos casos (Gráfica 10). Existen dos principales factores que explican los buenos rendimientos accionarios. En primer lugar, el balance de los reportes corporativos correspondientes al último trimestre de 2013 fue positivo. En efecto, las utilidades de las empresas que integran el índice S&P500 crecieron a la tasa anual más elevada de los últimos dos años. En segundo lugar, se observó una fuerte actividad de fusiones y adquisiciones corporativas, la cual suele estar asociada a periodos de mayor dinamismo económico (Gráfica 11).

Gráfica 10
Estados Unidos: Evolución de los principales índices accionarios

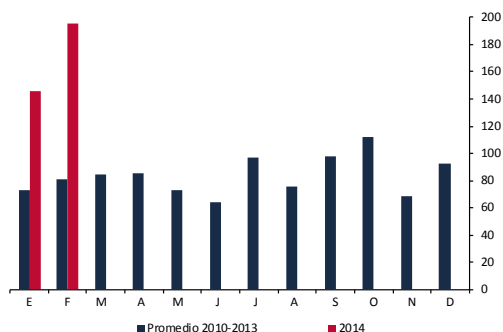
Índice 31 de diciembre 2012 = 100



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 11
Estados Unidos: Actividad de fusiones y adquisiciones

Miles de millones de dólares



Fuente: Bloomberg.

El sesgo positivo de los mercados también se advirtió en el de deuda corporativa. En este segmento se dio una mayor emisión de deuda, una reducción de los diferenciales de rendimiento entre los bonos corporativos y del Tesoro (Cuadro 1), y continuaron las inversiones en bonos de alto rendimiento (Gráfica 12).

Cuadro 1
Diferencial de rendimiento de bonos corporativos frente a notas del Tesoro

Puntos base

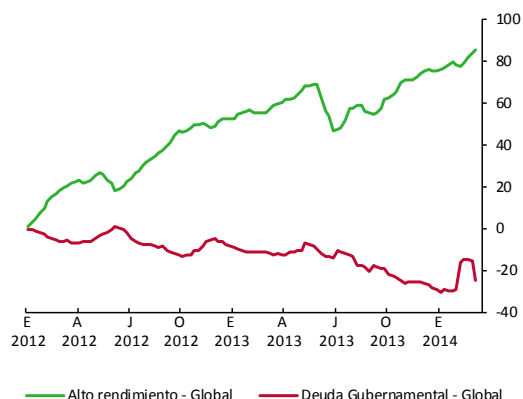
Calificación	27-ene-14	14-mar-14
BBB	193	181
CCC	801	779

Fuente: Bloomberg.

Los mercados financieros de los países desarrollados distintos a Estados Unidos también mostraron un comportamiento ligeramente positivo. La información publicada en las últimas semanas siguió siendo consistente con la expectativa de que el crecimiento económico de 2014 será más robusto que el de 2013. Adicionalmente, el hecho de que la tasa de inflación continúe ubicándose por debajo del objetivo de los principales bancos centrales, sugiere que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia por un periodo prolongado.

Gráfica 12
Flujos destinados a fondos mutuos de bonos gubernamentales y de alto rendimiento a nivel global

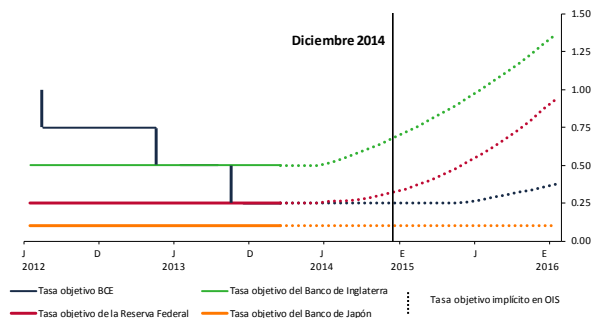
Miles de millones de dólares, flujo acumulado desde enero 2012



Fuente: EPFR

En este sentido, las tasas de referencia implícitas en los instrumentos de mercado de dinero de corto plazo apuntan a que los principales bancos centrales mantendrán sus tasas de interés en niveles históricamente bajos durante 2014 (Gráfica 13). Al respecto, en Reino Unido, el Banco de Inglaterra señaló que la tasa de interés podría permanecer en el nivel actual en tanto no se observe una disminución de la brecha del producto y una mejora homogénea en otros indicadores económicos. Asimismo, no se descarta que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón tomen medidas adicionales para relajar su postura de política monetaria en los siguientes meses para promover un mayor dinamismo de la actividad económica y la convergencia de la inflación hacia sus respectivos objetivos.

Gráfica 13
Tasa de referencia implícita en la curva de OIS* para países seleccionados
 Porcentaje

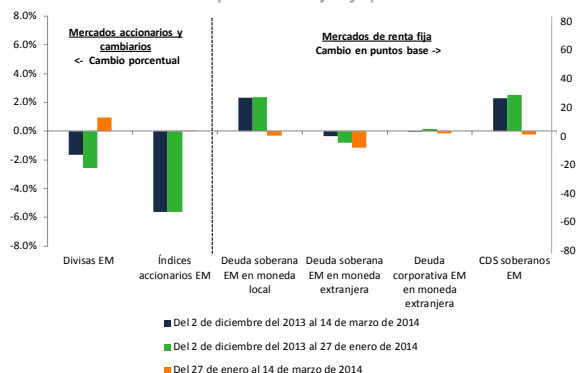


*OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.
 Fuente: Bloomberg con cálculos de Banco de México.

2.2.2. Mercados emergentes

Como en el caso de las economías desarrolladas, los precios de los activos financieros de los países emergentes también presentaron en general una evolución moderadamente positiva desde la última decisión de política monetaria. Sin embargo, lo anterior ocurrió a pesar de que sus mercados experimentaron episodios de volatilidad desde finales de enero a la fecha. En este sentido, las acciones decisivas de política monetaria y cambiaria que llevaron a cabo distintas autoridades en algunos países emergentes para enfrentar la mencionada volatilidad, así como los avances en la resolución de problemas políticos que presentaron varios de ellos, contribuyeron a estabilizar sus mercados (Gráfica 14).

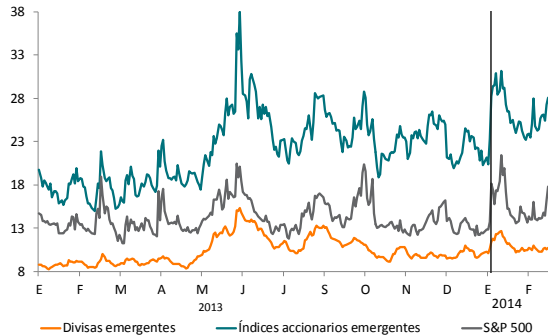
Gráfica 14
Indicadores financieros seleccionados de países emergentes en varios periodos
 Cambio en porcentaje y puntos base



Nota: El índice de divisas EM pondera en la misma proporción las monedas de los siguientes países: México, Brasil, Colombia, Chile, Perú, Rusia, Turquía, Polonia, Hungría, República Checa, India, Sudáfrica, Corea, Tailandia, China y Malasia. Para el desempeño de los mercados accionarios emergentes se presenta el índice MSCI en moneda local. En el caso de la deuda soberana emergente se utilizó el índice GBI EM de JP Morgan para moneda local y el EMBIG para la deuda en dólares. En los bonos corporativos EM se presenta el índice CEMBI de JP Morgan, que contempla emisiones en dólares americanos. Para los CDS soberanos se presenta el índice CDX EM con un plazo de 5 años de JP Morgan.
 Fuente: JPMorgan y Bloomberg.

La volatilidad en los mercados emergentes estuvo asociada principalmente a las preocupaciones sobre la desaceleración económica que han mostrado varios países, particularmente China, así como por las tensiones sociales y políticas que se registraron en naciones como Rusia, Ucrania, Venezuela y Tailandia, entre otros. Cabe destacar que aun cuando los niveles de volatilidad y otros indicadores de riesgo llegaron a mostrar incrementos importantes, éstos se revirtieron parcialmente en el periodo de análisis (Gráfica 15).

Gráfica 15
Volatilidad Implícita en Opciones Cambiarias y de Índices Accionarios a Plazo de Un Mes
 Por ciento



Nota: Para las divisas emergentes se considera el promedio de las volatilidades implícitas en las opciones frente al dólar con vencimiento a un mes para México, Brasil, Chile, Colombia, Polonia, Sudáfrica, Hungría, Corea del Sur, República Checa y Turquía.

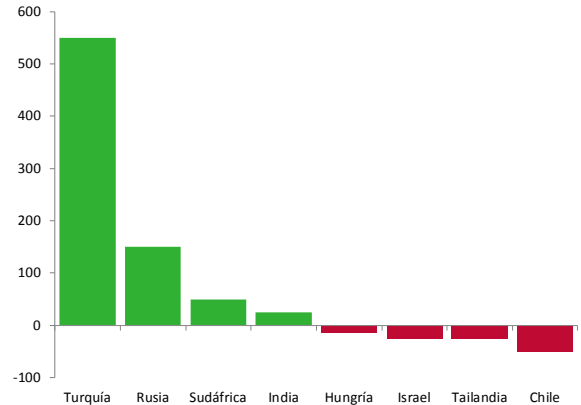
En el caso de los índices accionarios de países emergentes se presenta la volatilidad implícita en las opciones de índices accionarios MSCI de países emergentes. Finalmente, para el índice S&P500 se muestra el índice VIX de publicado por el CBOE.

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

Fuente: Bloomberg.

Como se mencionó anteriormente, algunos bancos centrales, especialmente de los países cuyas economías han presentado una situación macroeconómica y política más frágil, restringieron de manera importante su postura de política monetaria, y en algunos casos también intervinieron cuantiosamente en los mercados cambiarios. Al respecto, destacó que el Banco Central de la República de Turquía incrementó su tasa de referencia en 550 puntos base, en tanto que el Banco Central de la Federación Rusa subió su tasa en 150 puntos base e intervino agresivamente en el mercado de cambios para detener la depreciación del rublo. En contraste, los bancos centrales de otros países con mejores fundamentos macroeconómicos disminuyeron sus tasas de referencia para enfrentar la desaceleración que presentan sus respectivas economías. (Gráfica 16 y Gráfica 17).

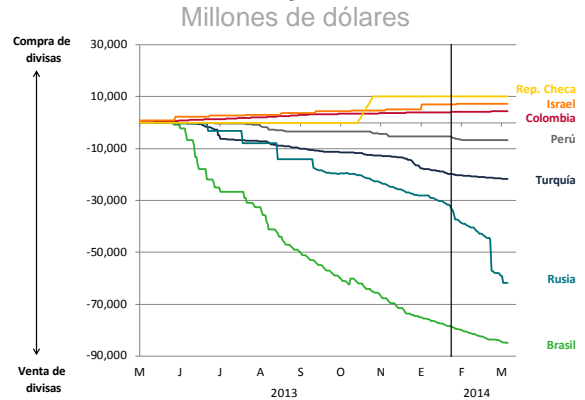
Gráfica 16
Cambios Recientes en las Tasas de Referencia de Política Monetaria
 Puntos base



Nota: Diferencial en puntos base entre el cambio actual de la tasa de política monetaria y el movimiento esperado.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 17
Intervenciones Cambiarias Acumuladas durante 2013 y 2014
 Millones de dólares



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

Fuente: Bancos centrales. En el caso de Brasil, no se considera la renovación de operaciones cambiarias vigentes.

Hacia adelante se anticipa que, en un entorno en donde persisten riesgos importantes y diferenciados en cada país, los activos financieros de las economías emergentes continúen siendo sensibles a la normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales desarrollados. Por un lado, se ha rezagado el ritmo de recuperación de las economías emergentes con respecto al de las avanzadas; y por el otro, en varios casos persiste la fragilidad de las cuentas externas y fiscales. Finalmente, varias naciones emergentes también enfrentan incertidumbre en el ámbito político y social. Además, los periodos electorales en varias de estas naciones serán importantes en los próximos meses.

2.2.3. Mercados en México

En México los activos financieros también mostraron un comportamiento ordenado en el periodo, a pesar de la mayor volatilidad observada en los mercados financieros internacionales. Al respecto, México se siguió distinguiendo como una economía con sólidos fundamentos y con perspectivas positivas, producto de las reformas estructurales aprobadas el año pasado. Lo anterior se reflejó, además, en un aumento en la calificación crediticia de nuestro país por parte de la agencia calificadora Moody's (de Baa1 a A3) a inicios de febrero.

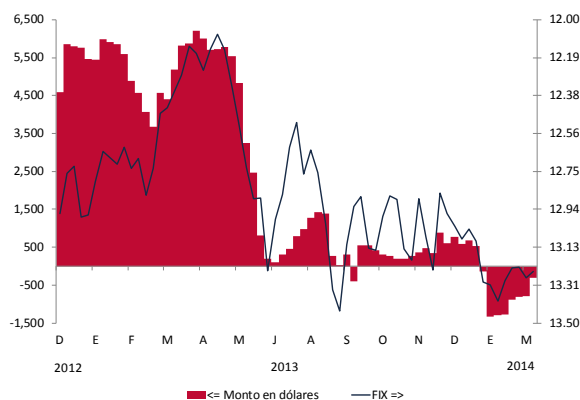
Así, desde la última reunión de política monetaria a la fecha, el peso mostró una apreciación de 1.2% frente al dólar, operando en condiciones de muy buena liquidez (Gráfica 18). Asimismo y en línea con esta apreciación, el posicionamiento especulativo en contra de la moneda nacional (corto en pesos) también se redujo (Gráfica 19).

Gráfica 18
Desempeño del Tipo de Cambio Peso-Dólar
Pesos por dólar



Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

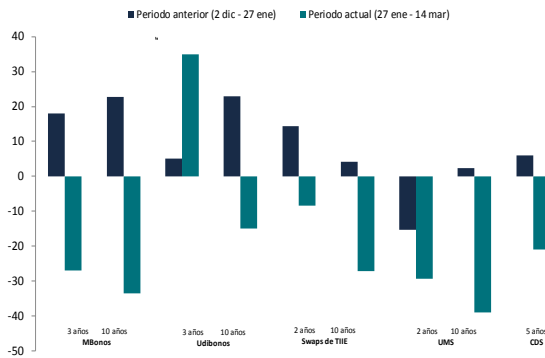
Gráfica 19
Posición Especulativa del Peso en los Futuros de Chicago y Tipo de Cambio Peso-Dólar
Millones de Dólares, Pesos por Dólar



Fuente: CFTC y Banco de México.

Por su parte, las tasas de interés también dieron lugar a ganancias de capital en el mercado de dinero al registrar disminuciones a lo largo de todos los plazos (Gráfica 20). Dichas disminuciones fueron mayores en los plazos más largos, con lo cual la pendiente de la curva de rendimiento (medida a través del diferencial entre los bonos de 3 y 30 años) disminuyó alrededor de veinte puntos base (Gráfica 21).

Gráfica 20
Variación en los rendimientos de instrumentos de renta fija denominados en pesos, udis y dólares
 Puntos base



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

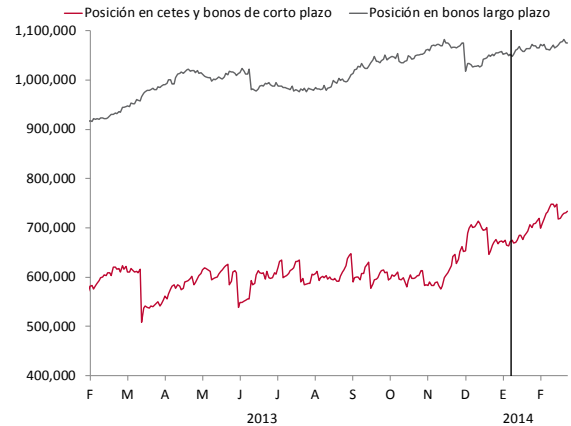
Gráfica 21
Pendiente de la curva de rendimiento de valores gubernamentales medida a través del diferencial del bono de 3 y 30 años
 Puntos base



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

Adicionalmente, la posición de los inversionistas extranjeros en instrumentos gubernamentales de renta fija denominados en pesos continuó acrecentándose, particularmente en activos de corto plazo (Gráfica 22).

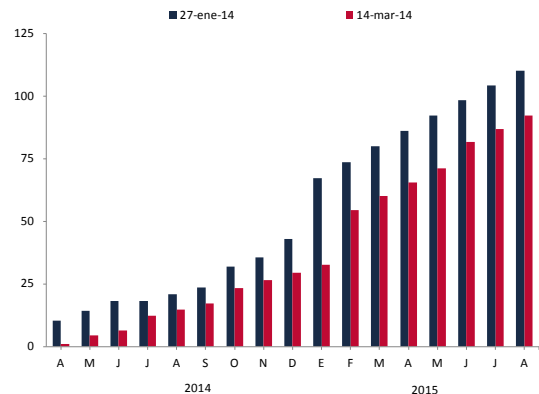
Gráfica 22
Tenencia de Bonos Gubernamentales y Cetes por parte de Extranjeros
 Miles de millones de pesos



Nota: La posición en bonos de largo plazo incluye todos los bonos con vencimiento mayor a un año.
 La línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México.
 Fuente: Banco de México.

Finalmente, las tasas de interés de corto plazo implícitas en la curva de swaps ahora anticipan que la postura de política monetaria se mantenga sin cambio durante el presente año (Gráfica 23). Lo anterior coincide con el consenso de los analistas económicos, quienes mantienen la expectativa de que la tasa objetivo de política monetaria se mantenga sin cambio hasta el primer trimestre de 2015.

Gráfica 23
Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitos en la Curva de Swaps de TIIE de 28 días
 Puntos base



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

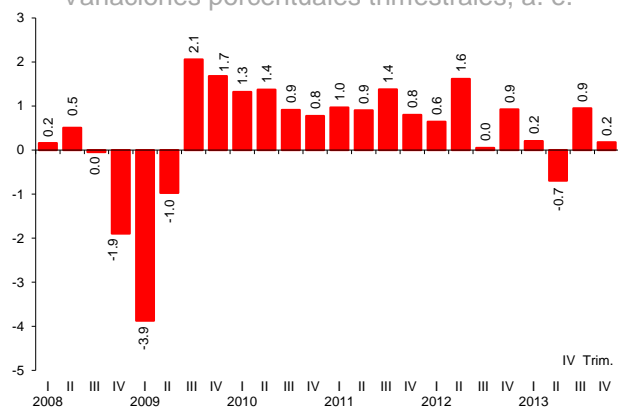
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Si bien en el tercer trimestre de 2013 se registró una recuperación en los niveles de actividad productiva, el desempeño de la economía en el cuarto trimestre de ese año (Gráfica 24), así como los indicadores oportunos sobre la evolución en el primer trimestre de 2014, sugieren una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica.

Gráfica 24
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



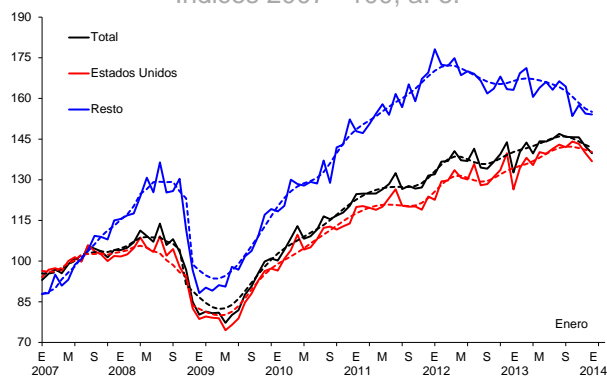
a.e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En particular, después de haber presentado un crecimiento trimestral desestacionalizado de 0.95 por ciento en el tercer trimestre de 2013, en el último trimestre del año el PIB exhibió una variación de sólo 0.18 por ciento. Por su parte, las exportaciones manufactureras no han mostrado un cambio de tendencia favorable. En particular, aquellas destinadas a Estados Unidos se han visto recientemente afectadas, en parte, por las condiciones climáticas adversas en ese país (Gráfica 25).

Gráfica 25
Exportaciones Manufactureras Totales

Índices 2007 = 100, a. e.



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

Fuente: Banco de México.

En cuanto a la demanda interna, si bien las ventas al menudeo en establecimientos comerciales mostraron una tendencia positiva a finales de 2013 (Gráfica 26), el estancamiento que han registrado las ventas de la ANTAD (Gráfica 27) y la trayectoria negativa de las importaciones de consumo no petrolero en los primeros meses de 2014 apuntan a un bajo dinamismo del consumo privado. De manera relacionada, el Índice de Confianza del Consumidor registró una disminución importante a principios del año (Gráfica 28).

Gráfica 26
Ventas en los Establecimientos Comerciales

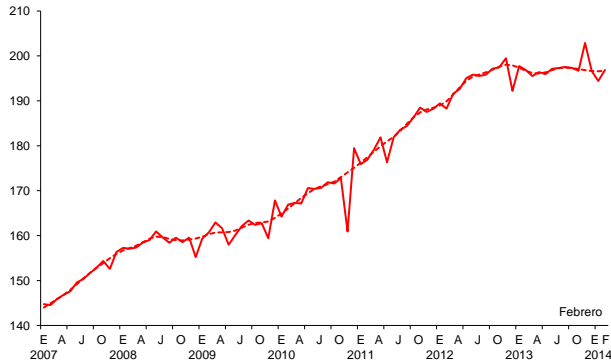
Índices 2003 = 100, a. e.



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

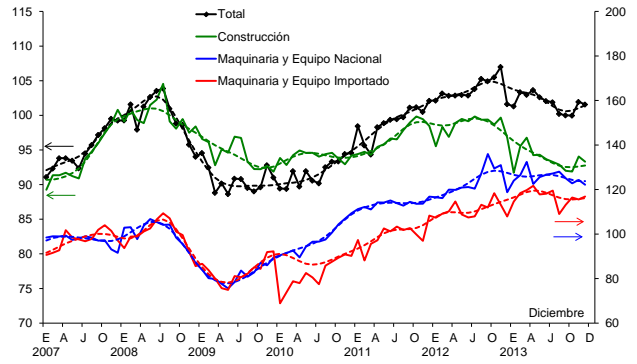
Fuente: Encuesta Mensual sobre los Establecimientos Comerciales (EMEC), INEGI.

Gráfica 27
Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD
 Índice 2003 =100, a. e.



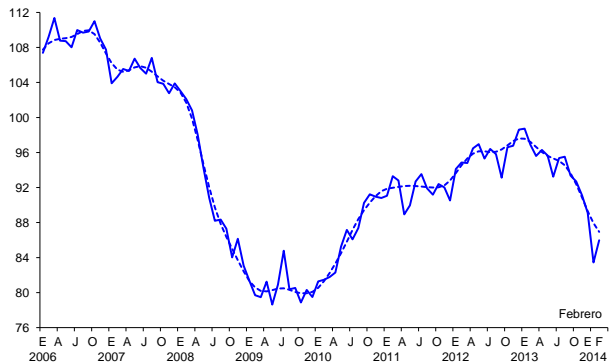
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ANTAD.

Gráfica 29
Inversión y sus Componentes
 Índices 2008=100, a. e.



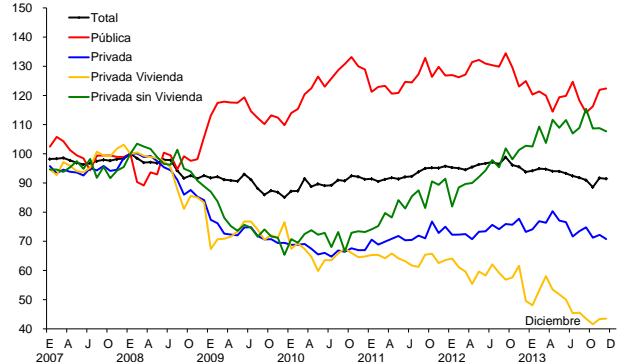
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 28
Confianza del Consumidor
 Índice Enero 2003 =100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

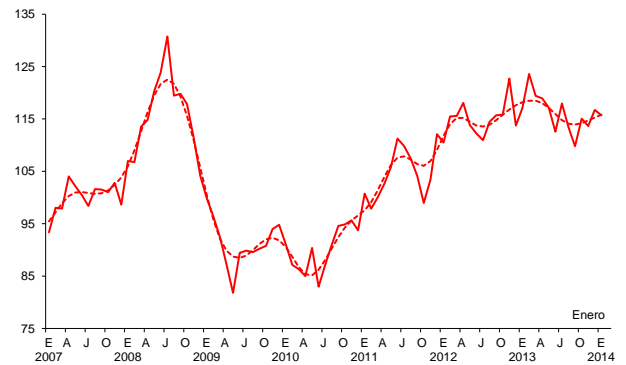
Gráfica 30
Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
 Índices enero 2008 = 100, a. e.



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.

Por su parte, el gasto en inversión fija aún no muestra signos claros de mejoría (Gráfica 29). En particular, la inversión en construcción continúa sin recuperarse, si bien parecería haber dejado de contraerse, a lo cual ha contribuido la construcción pública, ya que la privada ha seguido mostrando una tendencia negativa (Gráfica 30). En contraste, las importaciones de bienes de capital han registrado un incipiente cambio de tendencia favorable en meses recientes, si bien aún no presentan una recuperación notoria en sus niveles (Gráfica 31).

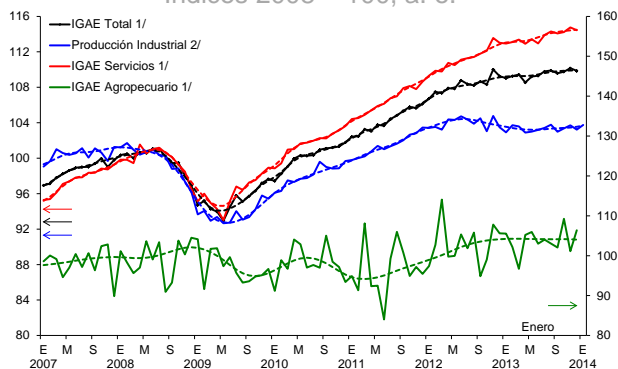
Gráfica 31
Importaciones de Bienes de Capital
 Índices 2007 =100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Banco de México.

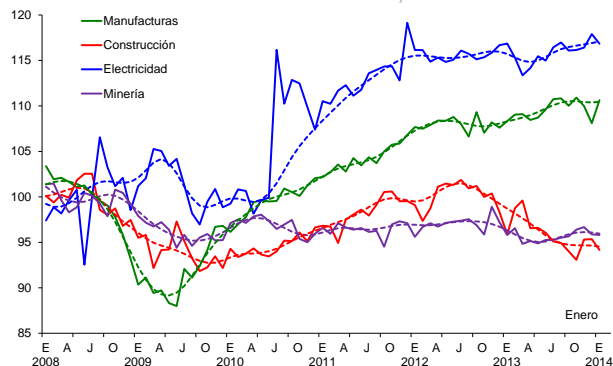
La debilidad tanto de la demanda externa, como de la interna, al final de 2013 y principios de 2014, se reflejó en un moderado dinamismo de la actividad productiva (Gráfica 32). En particular, la actividad industrial continuó mostrando un estancamiento, en parte debido a la atonía en las manufacturas. En efecto, si bien en enero éstas registraron un repunte, esto se observó después de la caída que presentaron el mes previo como resultado del cierre programado de algunas plantas armadoras automotrices para llevar a cabo labores de mantenimiento (Gráfica 33). Por su parte, los servicios se han comportado de manera más favorable, lo cual en el último trimestre se asoció al impulso de aquéllos más vinculados a la demanda interna (Gráfica 34).

Gráfica 32
Indicadores de la Actividad Económica
Índices 2008 = 100, a. e.



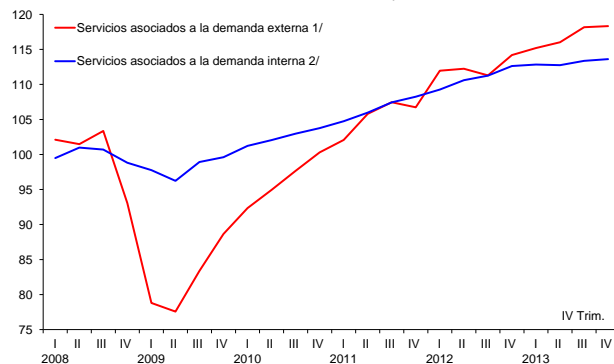
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
1/ Cifras a diciembre de 2013.
2/ Cifras a enero de 2014 del Indicador de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 33
Actividad Industrial
Índices 2008 = 100, a. e.



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

Gráfica 34
PIB del Sector 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 (Estimación del Banco de México).
2/ Conformado por servicios profesionales, científicos y técnicos; la dirección de corporativos y empresas; servicios de salud; actividades gubernamentales; los servicios de esparcimiento y culturales, deportivos y otros recreativos; los servicios financieros y de seguros; servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles; servicios de apoyo a los negocios y manejo de desechos; información en medios masivos; los servicios educativos, los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimento y bebidas; otros servicios; y los rubros de correos y almacenamiento, comercio interior y transporte asociado a la demanda interna (Estimación del Banco de México).
Fuente: Estimación del Banco de México con información del SCNM, INEGI.

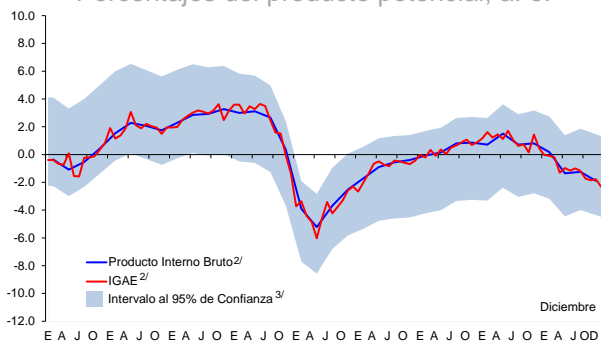
2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

Considerando el desempeño reciente de la economía, no se esperan presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos ni sobre las cuentas externas provenientes de la demanda agregada. En específico, la brecha del producto continuó situándose en terreno negativo, e incluso amplió su magnitud (Gráfica 35).

En este contexto, prevalecen condiciones de holgura en el mercado laboral. Si bien se había venido observando una mejoría en las condiciones de este mercado, en enero hubo un nuevo deterioro en ciertos indicadores. Este es el caso de la tasa de desocupación urbana (Gráfica 36) y de la tasa de informalidad laboral (Gráfica 37). Cabe destacar, no obstante, que el número de trabajadores asegurados en el IMSS ha continuado expandiéndose (Gráfica 38).

Gráfica 35
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.

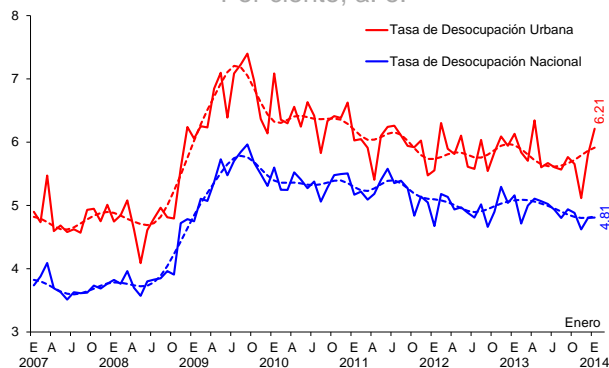
2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2013; cifras del IGAE a diciembre de 2013.

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.

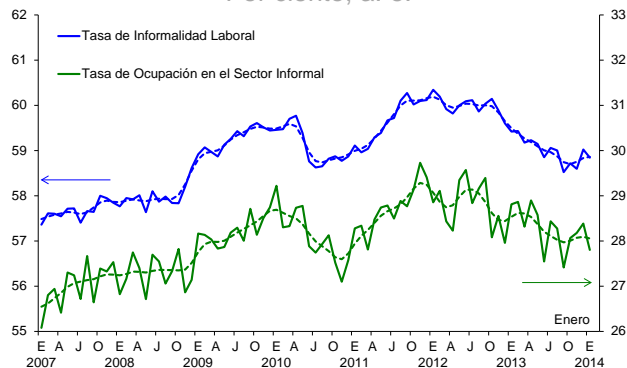
Gráfica 36
Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
 Por ciento, a. e.



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

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

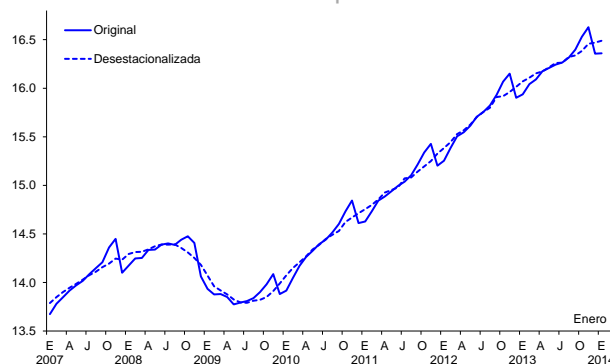
Gráfica 37
Tasa de Informalidad
 Por ciento, a. e.



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

Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Gráfica 38
Trabajadores Asegurados en el IMSS^{1/}
 Millones de personas

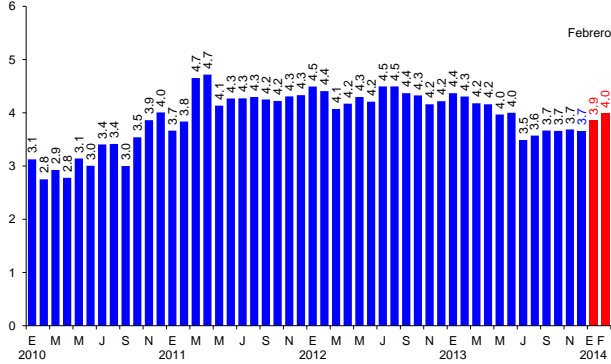


1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

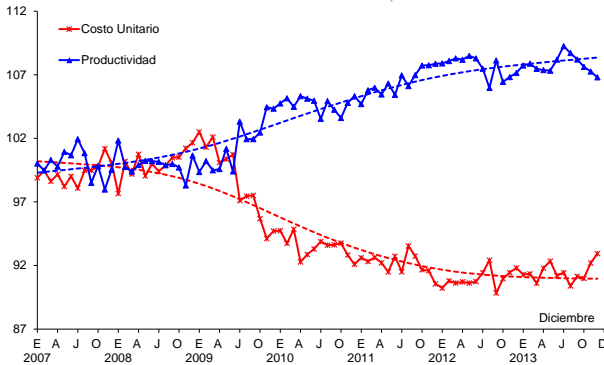
De este modo, al final de 2013 y en enero de 2014 los incrementos salariales fueron moderados (Gráfica 39). Este comportamiento, aunado al desempeño de la productividad media del trabajo, contribuyó a que los costos unitarios de la mano de obra hayan permanecido en niveles bajos (Gráfica 40).

Gráfica 39
Salario Base de Cotización al IMSS
 Variación anual en por ciento



Fuente: IMSS.

Gráfica 40
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero^{1/}
 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.

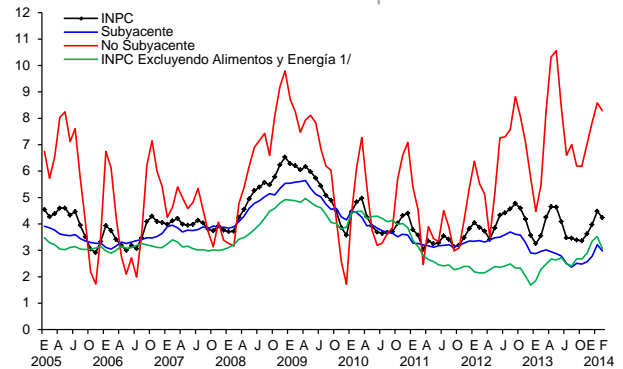
El financiamiento al sector privado no financiero se expandió en el cuarto trimestre de 2013, en gran medida como resultado de la colocación de deuda externa por parte de las empresas emisoras y por el crédito otorgado por la banca nacional. Posteriormente, en enero de 2014 el financiamiento a las empresas registró una disminución en su tasa de crecimiento, al tiempo que el crédito a los hogares –particularmente el destinado al consumo– continuó moderando su ritmo de expansión. En este entorno, las tasas de interés y los índices de morosidad han permanecido en niveles bajos y estables, lo que sugiere que no existen señales de sobrecalentamiento en los mercados de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

Después de alcanzar un nivel de 4.63 por ciento en la primera quincena de enero de 2014, derivado en gran parte por la política de precios públicos y por la entrada en vigor de las medidas fiscales (nuevos IEPS a un grupo de productos con alto contenido calórico y refrescos, así como la homologación de la tasa del IVA en la frontera), la inflación general anual se redujo en febrero, ubicándose en 4.23 por ciento (Gráfica 41 y Cuadro 2). De esta forma, tal como se había anticipado, el incremento súbito de la inflación parece haber sido transitorio. Los aumentos de precios se concentraron en aquellos bienes y servicios afectados directamente por las medidas fiscales y no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios.

La referida dinámica de precios también se reflejó en la variación anual del componente subyacente, que pasó de 3.33 por ciento en la primera quincena de enero de 2014 a 2.98 por ciento en febrero (Gráfica 42 y Cuadro 2). Esto se debió, principalmente, a la menor tasa de crecimiento en el subíndice de precios de los servicios y, en particular, a la del grupo de los servicios distintos a educación y vivienda, en el cual disminuyó la incidencia de las tarifas de los servicios de telefonía móvil, al tiempo que el incremento en los precios de los servicios de alimentación que se observó en enero se atenuó de manera importante durante febrero (Gráfica 43 y Cuadro 2).

Gráfica 41
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

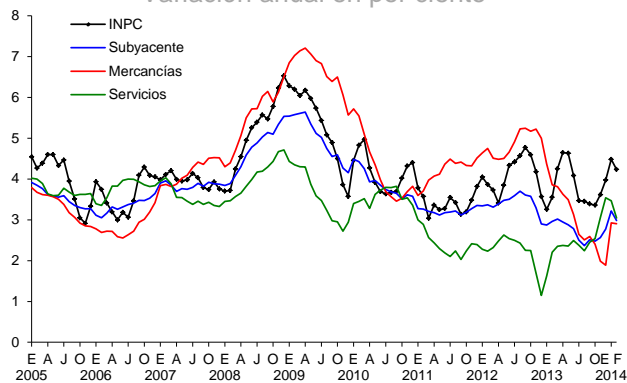


1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

Fuente: Banco de México e INEGI.

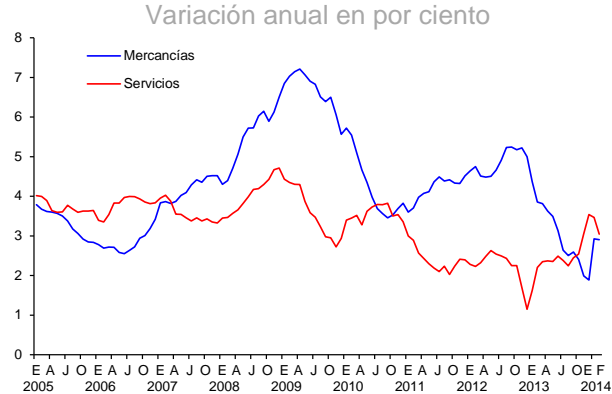
Por su parte, la variación anual del índice de precios no subyacente disminuyó de 8.84 por ciento en la primera quincena de enero de 2014 a 8.28 por ciento en febrero (Gráfica 41 y Cuadro 2). Este comportamiento se explica, en buena medida, por el desempeño del subíndice de precios de los productos agropecuarios, el cual exhibió menores tasas de crecimiento derivadas del desvanecimiento de los choques climáticos que afectaron los precios de algunas verduras a finales del año pasado, en particular del jitomate y del tomate verde. No obstante, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno continuó mostrando elevadas tasas de crecimiento anual. Ello debido, fundamentalmente, a los ajustes en los precios de los energéticos, destacando los de las gasolinas y del gas doméstico, así como al efecto que sobre este subíndice tuvieron los incrementos que a final del año previo y principios de éste, se dieron en las tarifas de transporte público en distintas localidades del país.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

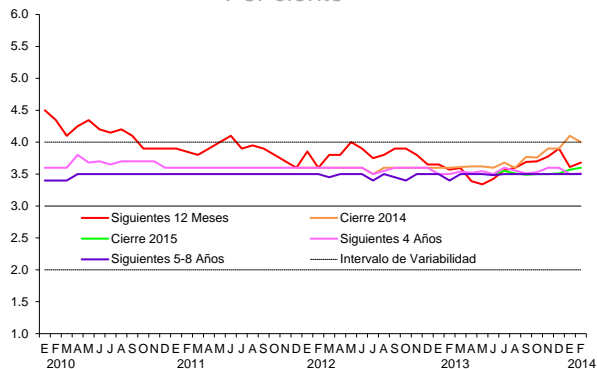
Gráfica 43
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
 Variación anual en por ciento



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 presentaron una ligera corrección a la baja después del repunte registrado en enero (Gráfica 44). Así, pasaron de 4.10 por ciento en la encuesta de enero a 4.00 por ciento en la de febrero. Por su parte, las expectativas de inflación para 2015 y aquéllas para horizontes de largo plazo se han mantenido estables alrededor de 3.50 por ciento.

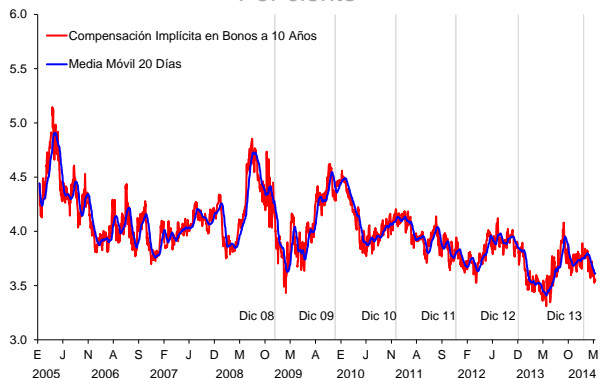
Gráfica 44
Mediana de las Expectativas de Inflación
General para Diferentes Horizontes
 Por ciento



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

Como complemento a la información obtenida de las encuestas, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado señalan también que éstas 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 ha registrado una tendencia a la baja durante el último mes y se ubicó alrededor de 3.6 por ciento (Gráfica 45). La descomposición de dicha compensación en las expectativas de inflación de largo plazo y la prima por riesgo inflacionario sugiere que las primeras se ubican cerca de 3.2 por ciento, mientras que la segunda alrededor de 40 puntos base.¹

Gráfica 45
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.

Considerando la holgura que prevalece en la economía y que la evolución reciente de la inflación ha estado en línea con lo previsto, se estima que la inflación presente una trayectoria congruente con la dada a conocer en el último Informe Trimestral. A pesar de ello, debe señalarse como riesgo a la baja la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica se retrase.

¹ Para detalles sobre la metodología usada en esta descomposición véase Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2013, Recuadro 1 “Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario”.

Cuadro 2
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes
 Variación anual en por ciento

Concepto	Diciembre 2013	Enero 1q 2014	Febrero 2014
INPC	3.97	4.63	4.23
Subyacente	2.78	3.33	2.98
Mercancías	1.89	2.88	2.91
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.67	4.48	4.73
Mercancías no Alimenticias	1.26	1.60	1.45
Servicios	3.54	3.73	3.05
Vivienda	2.19	2.21	2.25
Educación (Colegiaturas)	4.42	4.38	4.38
Otros Servicios	4.69	5.14	3.50
No Subyacente	7.84	8.84	8.28
Agropecuarios	6.67	6.67	5.43
Frutas y Verduras	13.89	12.41	6.73
Pecuarios	2.43	3.35	4.58
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	8.65	10.25	10.12
Energéticos	8.30	9.67	10.10
Tarifas Autorizadas por Gobierno	9.32	11.39	10.14

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 integrantes de la Junta sostuvo que la economía mundial ha continuado recuperándose, si bien a un ritmo moderado. Todos los miembros afirmaron que la actividad económica de México se desaceleró a finales de 2013 y principios del presente año. Adicionalmente, la mayoría sostuvo que en el margen el balance de riesgos para el crecimiento en el corto plazo se ha deteriorado, si bien agregaron que en el mediano plazo éste es al alza. En este contexto, la mayoría de los integrantes concordó que prevalecen condiciones de holgura en la economía. La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que la inflación ha comenzado a disminuir, después del incremento que registró hasta la primera quincena de enero derivado del ajuste en algunos precios relativos y de medidas tributarias que entraron en vigor, aunque permanece por arriba de 4 por ciento. Asimismo, enfatizó que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que la recuperación de la economía mundial ha continuado, si bien consideró que su ritmo de expansión aún es débil. Algunos integrantes indicaron que dicha recuperación ha sido impulsada por las economías avanzadas, a lo que otros miembros añadieron que, de hecho, las emergentes continúan desacelerándose. En este contexto, la mayoría de los miembros señaló que se espera que el ritmo de expansión de la economía global siga aumentando en lo que resta de este año y el siguiente, si bien sostuvo que los riesgos para el crecimiento mundial siguen siendo a la baja. En particular, uno de ellos advirtió que la economía mundial continuará mostrando un crecimiento inferior a su potencial. Asimismo, agregó que las revisiones al alza en las previsiones para el crecimiento de algunos países avanzados aún no son significativas y que el crecimiento de estas economías difícilmente se extenderá a las emergentes.

La mayoría de los integrantes de la Junta coincidió en que durante el primer trimestre de 2014, la actividad económica de Estados Unidos presentó

un dinamismo menor al anticipado, en buena medida como consecuencia de factores de carácter transitorio asociados a las condiciones climatológicas adversas en ese país. No obstante, concordó que se espera que dicha economía muestre un fortalecimiento a lo largo de 2014 y 2015. Algunos miembros afirmaron que este mayor dinamismo estará apoyado en una mejoría en la riqueza de los hogares, en la mayor capacidad de inversión de las empresas, en una política monetaria acomodaticia y en una postura fiscal menos restrictiva. Sin embargo, un miembro de la Junta señaló que este escenario enfrenta riesgos a la baja, entre los que destacan la dificultad para interpretar los indicadores recientes debido a las condiciones climáticas y las señales mixtas que se observan en el mercado laboral, así como la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad.

Ante la recuperación esperada de la economía de Estados Unidos, la mayoría de los miembros argumentó que se anticipa que la Reserva Federal continúe con el proceso de normalización de su política monetaria, bajo el plan de reducción en el ritmo de compras de activos, a pesar de que la inflación se mantiene en niveles bajos en dicha economía dada la relativamente reducida utilización de recursos productivos. Sin embargo, agregó que persiste incertidumbre en torno a otros aspectos de este proceso, en particular a la posible modificación de la guía futura, así como a la fecha y a la velocidad en que se podría incrementar su tasa de interés de referencia. En este contexto, la mayoría de los miembros coincidió en que no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales asociados a dichos esfuerzos de normalización. No obstante, algunos integrantes consideraron que los mercados recientemente han reaccionado de manera relativamente ordenada.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que la actividad económica en la zona del euro continúa en proceso de recuperación. Un miembro añadió que los avances en la resolución de los problemas financieros y de diseño institucional en la región han propiciado la continua reducción en las tasas de interés de las economías de la periferia, y que en general se mantienen condiciones favorables de financiamiento. No obstante, un integrante puntualizó que la recuperación en la zona del euro ha sido más lenta que en otras economías avanzadas, y que su tasa de desempleo se mantiene en niveles elevados. Agregó que prevalece preocupación sobre los elevados niveles de endeudamiento público y privado, sobre el lento

avance de los esfuerzos orientados a la creación de una unión bancaria, y sobre la necesidad de mejorar la productividad y competitividad de muchas de las economías de la región. Por otra parte, un miembro destacó que la actividad económica en Japón se ha fortalecido y que su tasa de inflación ha aumentado como resultado de sus agresivas políticas de estímulo fiscal y monetario, si bien señaló que persisten riesgos para el crecimiento, debido principalmente a la necesidad de un ajuste considerable en sus finanzas públicas.

La mayoría de los integrantes afirmó que las expectativas de crecimiento para las economías emergentes se han revisado a la baja. Algunos apuntaron que, en un entorno de volatilidad en los mercados financieros internacionales, el acceso de estas economías a recursos externos se ha visto restringido. Otro integrante indicó que el ajuste a las previsiones acerca del crecimiento de estas economías se ha dado como reflejo de la debilidad de su demanda interna y de la relativa desaceleración de China, a lo que uno más añadió que a ello también ha contribuido el debilitamiento observado en los precios de las materias primas. Adicionalmente, la mayoría consideró que los riesgos para este grupo de países se han incrementado, en especial para aquéllos con vulnerabilidades macroeconómicas en términos de déficit de cuenta corriente, tasas de inflación y niveles de deuda pública. En este contexto, la mayoría de los miembros señaló el riesgo asociado al retiro del estímulo monetario en Estados Unidos y sus posibles consecuencias sobre los flujos de capital que reciben las economías emergentes. Asimismo, algunos mencionaron como riesgos adicionales la posibilidad de una menor tolerancia al riesgo por parte de los inversionistas, un menor ritmo de crecimiento económico en China y una mayor volatilidad en los mercados financieros derivada del resurgimiento de problemas geopolíticos. Un miembro argumentó que, en este entorno, diversas economías emergentes, como es el caso de Rusia, India, Brasil y Turquía, han tenido que responder con ajustes a su política monetaria y han intervenido en sus mercados cambiarios para aminorar las presiones externas.

La mayoría de los miembros de la Junta indicó que, dadas las condiciones internacionales descritas, no se observan presiones de demanda sobre los precios a nivel global, por lo que la inflación se ha mantenido contenida. Asimismo, agregó que se espera ésta continúe en niveles bajos. Al respecto, la mayoría señaló que, de hecho, las economías avanzadas siguen mostrando niveles de inflación

inferiores a sus objetivos, a lo que uno de ellos añadió que incluso no puede descartarse el riesgo de deflación en varias de ellas, especialmente en la zona del euro. En este contexto, algunos integrantes anticiparon condiciones monetarias acomodaticias en las principales economías avanzadas para el futuro previsible.

Todos los integrantes de la Junta afirmaron que la actividad económica en México se desaceleró a finales de 2013 y principios del presente año. Al respecto, mencionaron que, a pesar de que el gasto público se ha incrementado, el consumo y la inversión privados no muestran señales claras de recuperación, a lo cual, según algunos miembros, podría haber contribuido, entre otros elementos, la reforma fiscal. Un miembro enfatizó que la debilidad económica incluyó la caída de la producción industrial no manufacturera y de la confianza del consumidor. Asimismo, la mayoría indicó que las exportaciones también se vieron afectadas por diversos factores, algunos de ellos temporales, como lo son las condiciones climatológicas adversas en Estados Unidos y los paros técnicos en algunas plantas automotrices.

Tomando en cuenta lo anterior, la mayoría de los miembros concordó que será necesario revisar a la baja el intervalo de pronóstico de un crecimiento del PIB de México de entre 3 y 4 por ciento en 2014 publicado en el último Informe Trimestral. Un miembro apuntó que, de hecho, algunos analistas ya han reducido sus pronósticos para el crecimiento de la economía en 2014. No obstante lo anterior, la mayoría también afirmó que se anticipa un fortalecimiento gradual de la economía a lo largo del año, a medida que se diluyan los efectos de los diversos eventos de carácter transitorio que han afectado a la economía. Un miembro precisó que si bien es poco probable que la economía se fortalezca de manera importante en el primer semestre del año, es razonable esperar riesgos al alza para el crecimiento durante el segundo semestre y en 2015. Otro integrante destacó que el alza de las importaciones de bienes intermedios y de la producción manufacturera en enero podría estar señalando el inicio de una reanimación más sostenida. Adicionalmente, la mayoría de los integrantes argumentó que el crecimiento podría verse sustentado por un mayor dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos, así como por la postura fiscal contracíclica en México, a lo que uno de ellos agregó que el impulso monetario también contribuirá al crecimiento. No obstante, algunos miembros señalaron que la respuesta del consumo y de la inversión del sector privado al

estímulo fiscal no ha sido vigorosa. Asimismo, otros miembros destacaron que la lenta reestructuración del mercado hipotecario también podría obstaculizar el crecimiento. Uno de ellos añadió como posible factor adverso adicional la mayor inseguridad pública que prevalece en el país.

La mayoría de los integrantes de la Junta concordó en que prevalecen condiciones de holgura, tanto en la economía en su conjunto, como en el mercado laboral, si bien algunos miembros mencionaron que ciertos indicadores han mostrado una ligera mejoría. Además, un miembro señaló que es probable que la brecha del producto, que actualmente se ubica en terreno negativo, continúe ampliándose. En este entorno, la mayoría de los miembros indicó que no se anticipan en el futuro próximas presiones derivadas del comportamiento de la demanda agregada sobre los precios.

La mayoría de los integrantes de la Junta consideró que en el margen el balance de riesgos para el crecimiento en el corto plazo se ha deteriorado. Sin embargo, la mayoría señaló que para el mediano plazo éste es al alza, considerando el posible efecto de las reformas estructurales, siempre que éstas sean apoyadas por una legislación secundaria y una implementación adecuadas. En este sentido, otro miembro mencionó que las reformas estructurales están diseñadas para alcanzar una mayor competitividad energética y mayor competencia en los mercados, sobre todo en aquéllos que proveen insumos de uso generalizado a través de redes. Así, enfatizó que estas reformas podrían elevar la tasa de crecimiento potencial de la economía. No obstante, otro miembro apuntó que existe incertidumbre sobre el horizonte de tiempo en el cual dichas reformas tendrán un impacto favorable sobre el crecimiento.

Un miembro argumentó que existen diversos riesgos para el crecimiento de nuestra economía desde una perspectiva de más baja frecuencia. En particular, destacó que difícilmente puede pensarse que la economía crezca de manera elevada y sostenida cuando existe un alto grado de relaciones laborales informales, lo que ocasiona, entre otros problemas, que el tamaño promedio de las empresas sea menor al óptimo, que no se adopten tecnologías de punta, que no se aprovechen economías de escala y de alcance y que los trabajadores no tengan incentivos a capacitarse. Estas condiciones afectan negativamente la productividad factorial total de nuestro país. Adicionalmente, arguyó que existe el riesgo de que el grado de integración con la economía de Estados

Unidos se debilite, lo cual podría ocurrir por una mayor competencia de China, como de hecho ya sucedió en algunos sectores, por avances en robótica en Estados Unidos, o por una mayor competitividad energética en ese país. Asimismo, indicó que la atenuación en la tendencia de largo plazo de la depreciación del tipo de cambio real estadounidense podría, a su vez, afectar el comportamiento de nuestro tipo de cambio real.

Un miembro consideró que el ajuste de la economía mexicana ante los retos derivados del proceso asociado con el inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos ha sido relativamente ordenado. En particular, señaló que la evolución del tipo de cambio y de los indicadores de cobertura contra el riesgo de cumplimiento soberano, de mayo de 2013 a la fecha, ha sido más favorable en México que en la mayoría de las economías emergentes. Otro miembro añadió que, en contraste con la moderada reducción en la tenencia de bonos soberanos por parte de extranjeros en moneda local en los mercados emergentes, México continúa registrando ascensos de estas tenencias, alcanzando nuevos máximos históricos, si bien principalmente en instrumentos de corto plazo. Agregó que aunque esta diferenciación es reflejo de los sanos fundamentos de nuestra economía, es importante permanecer atentos a la evolución de estas inversiones ya que la elevada concentración de valores en manos de extranjeros podría representar una fragilidad ante nuevos incrementos de la aversión al riesgo en los mercados financieros globales.

En este entorno, un miembro argumentó que actualmente la comunicación del Banco de México enfrenta un dilema, pues por un lado se podría transmitir un lenguaje más laxo ante la debilidad de la actividad económica, mientras que por otro lado es necesario cuidar la parte corta de la curva de rendimientos. Explicó que el dilema se dificulta en la medida en que la parte corta de la curva se ha constituido en una fuente de financiamiento en un contexto en el que se han elevado los requerimientos financieros del sector público, y que el eventual aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos podría a su vez influir en la pendiente de la curva de rendimientos en México. Adicionalmente, indicó que también existe el riesgo de enfrentar un choque de financiamiento debido a la posibilidad de que el crecimiento de nuestro país se retrase lo suficiente como para ocasionar un cambio de sentimiento en los mercados hacia México. Asimismo, sostuvo que a pesar de lo cuidadosa que ha sido la Reserva

Federal, tanto en su comunicación como en sus acciones, es difícil controlar la descompresión de las primas de riesgo. En este contexto, otro miembro añadió que es necesario considerar que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos llevará varios años y que el entorno de nerviosismo que ha propiciado ha generado un mayor escrutinio de los inversionistas a la situación de los fundamentos económicos de los países emergentes. Concluyó que en este entorno la importancia de aplicar políticas prudentes en materia monetaria, fiscal y de estabilidad financiera en nuestro país se ha hecho aún más evidente.

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno coincidió en que, después del incremento que registró la inflación general hasta la primera quincena de enero, en buena medida como resultado de las revisiones en los precios públicos a finales de 2013 y la implementación de la reforma fiscal a principios de 2014, ésta comenzó a disminuir a partir de la segunda mitad del mismo mes, si bien aún permanece por encima de la cota superior del intervalo de variabilidad en torno al objetivo permanente de 3 por ciento. Asimismo, la mayoría concordó que la inflación subyacente también registró una corrección a la baja a partir de la segunda quincena de enero, regresando así a niveles cercanos a 3 por ciento. Al respecto, la mayoría de los integrantes enfatizó que, tal como lo había anticipado el Banco de México, los incrementos en precios se concentraron en un número reducido de bienes y servicios y no han generado efectos de segundo orden. Uno de ellos agregó que la corrección de la inflación ha sido incluso mayor a la inicialmente esperada. Por su parte, otro integrante asoció la disminución en la inflación general a una menor frecuencia en los incrementos en precios derivados de las modificaciones tributarias, así como a la atenuación de las presiones sobre los precios agropecuarios. Asimismo, identificó como causas de la reducción de la inflación subyacente la caída en la variación anual de los precios de las telecomunicaciones, así como la debilidad de la actividad económica.

Un miembro de la Junta indicó que es probable que en marzo la inflación general se ubique por debajo de 4 por ciento y que la inflación subyacente no supere el 3 por ciento. Sin embargo, otro integrante añadió que la inflación podría situarse por encima de 4 por ciento en otros meses del año. No obstante, la mayoría de los miembros anticipó que para 2015 la inflación retomará su convergencia hacia la meta de 3 por ciento. Uno de ellos arguyó que dicho ajuste será evidente una vez que se

diluya el efecto de los cambios tributarios y de las revisiones en precios y tarifas, y siempre que el Gobierno Federal realice ajustes en los precios de los energéticos de acuerdo a lo establecido en la Ley de Ingresos.

La mayoría de los integrantes de la Junta sostuvo que las expectativas de inflación correspondientes a horizontes de menor plazo han presentado ligeras correcciones a la baja. No obstante, otro integrante argumentó que las revisiones no han sido suficientemente notorias a pesar de la reducción en la inflación, y arguyó que el hecho de que los analistas las mantengan cercanas a 4 por ciento para finales de 2014 podría deberse a que esperan que la economía se recupere y, por lo tanto, no contribuya a limitar el crecimiento del subíndice de precios subyacente. Para el mediano y largo plazo, la mayoría de los integrantes indicó que las expectativas se han mantenido estables, si bien algunos de ellos recordaron que éstas continúan ubicadas por encima de la meta de inflación. Adicionalmente, un miembro destacó que las mediciones de expectativas inflacionarias derivadas de datos de mercado obtenidas a través de la diferencia entre tasas de interés nominales y las de instrumentos denominados en UDIS, al igual que las expectativas de inflación subyacente de mediano plazo, indican una convergencia de la inflación hacia el 3 por ciento. De este modo, la mayoría coincidió en que la evolución reciente de la inflación y sus expectativas apoyan la previsión de que su aumento en los meses previos fue transitorio y no ha afectado el proceso de formación de precios en la economía.

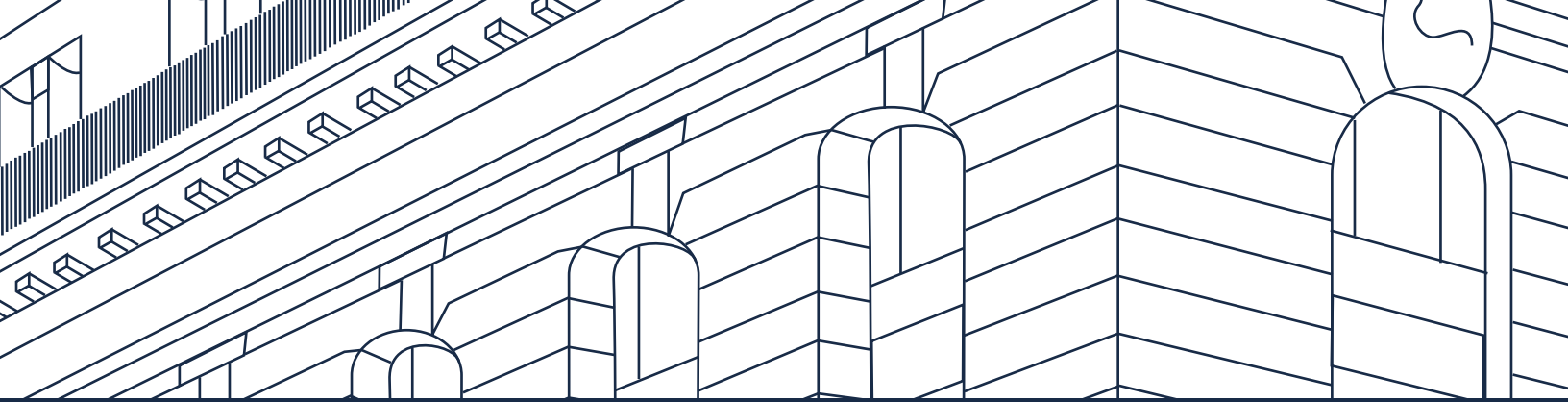
La mayoría de los miembros de la Junta consideró que, en el margen, el balance de riesgos para la inflación ha mejorado, si bien persisten riesgos al alza. En contraste, otro integrante afirmó que el balance continúa al alza, aproximadamente igual que en la reunión anterior. Entre los riesgos al alza, la mayoría indicó la posibilidad de choques sobre los precios de los productos agropecuarios y cambios en los precios de los energéticos o en las tarifas autorizadas por el gobierno. Asimismo, algunos integrantes añadieron que aún no se pueden descartar efectos de segundo orden originados por las recientes modificaciones tributarias, ni nuevos episodios de volatilidad financiera derivados del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos que pudieran afectar el tipo de cambio y, en consecuencia, en algún grado la inflación. Por otro lado, otro miembro consideró que las condiciones cíclicas y estructurales de la inflación son muy

favorables. En este contexto, algunos miembros argumentaron que los riesgos aludidos sobre la inflación no subyacente sólo constituirían cambios en precios relativos y no representarían avances inflacionarios. Asimismo, señalaron que no es previsible que se registren efectos de segundo orden derivados de las modificaciones tributarias ni de la volatilidad cambiaria, menos aún en un contexto de elevada holgura en la economía.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en consideración todo lo anterior, la Junta de Gobierno decidió mantener en 3.5 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, la Junta se mantendrá atenta a todos los factores que pudieran afectar a la inflación y a sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazos, en particular a la evolución del grado de holgura en la economía. Asimismo, vigilará las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tenga 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 4 de abril de 2014

