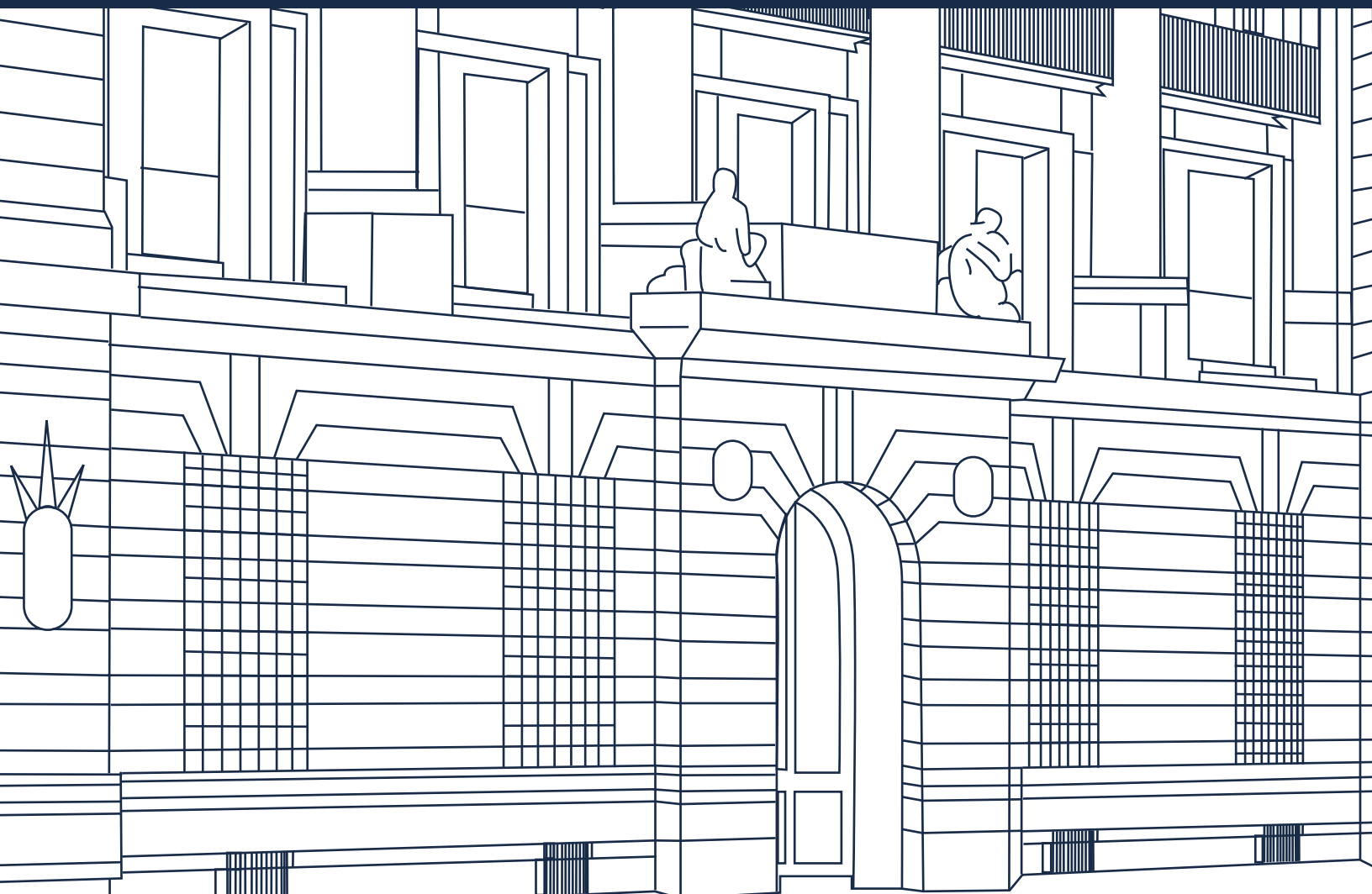




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 27

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 25 de abril 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: 24 de abril 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

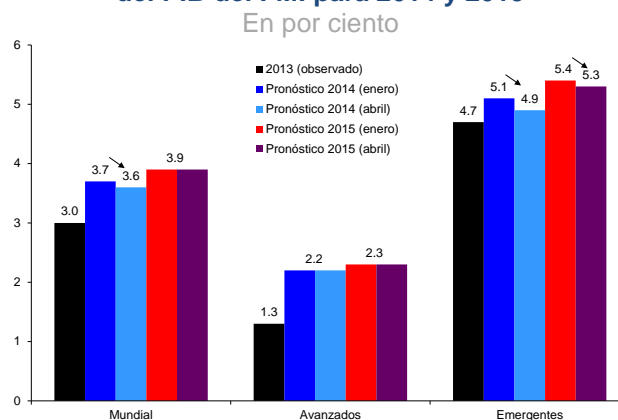
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

La economía mundial continuó mostrando una recuperación moderada en el primer trimestre de 2014, impulsada principalmente por algunas economías avanzadas. Se espera que el crecimiento de la economía mundial se fortalezca para el siguiente año, a pesar de que las proyecciones de crecimiento de las economías emergentes se han revisado a la baja, en parte por los problemas estructurales que algunas de ellas enfrentan (Gráfica 1). Este factor, junto con el hecho de que Europa y Japón no han logrado entrar a una etapa de crecimiento estable y sostenido, permiten concluir que aún prevalecen

riesgos a la baja para la actividad económica mundial.

Gráfica 1
Evolución de los Pronósticos de Crecimiento del PIB del FMI para 2014 y 2015

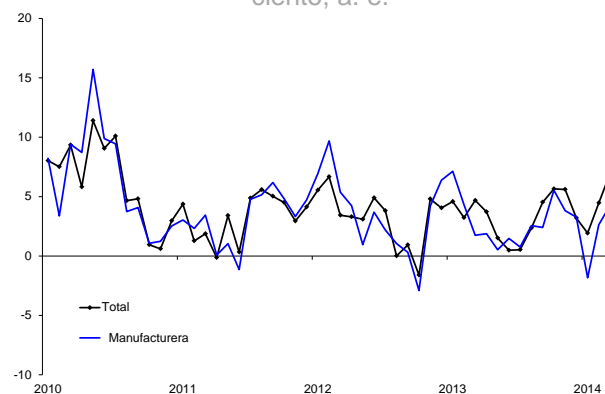


Fuente: Panorama Económico Mundial, enero y abril de 2014, FMI.

En Estados Unidos, luego del debilitamiento que mostraron algunos indicadores a principios del año debido a factores climáticos, su economía ha vuelto a dar indicios de recuperación. La producción industrial, incluyendo la manufacturera, registró una mejoría en febrero y marzo, después de la caída observada en enero (Gráfica 2). Asimismo, los indicadores prospectivos de la actividad manufacturera y de los servicios también se recuperaron en los meses referidos, después de que al inicio del año habían disminuido.

Gráfica 2
EUA: Producción Industrial

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



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

El gasto en consumo privado, otro indicador que también se vio afectado por el clima adverso, retomó su trayectoria al alza en febrero, tanto en el rubro de gasto en bienes, como en el de servicios.

Este último también estuvo apoyado por el incremento en el gasto en salud derivado del aumento en la cobertura de programas como *Medicaid*. El repunte en las ventas al menudeo en marzo, en particular de autos y materiales de construcción, así como el aumento en la confianza del consumidor, sugieren que esta mejoría habrá continuado al cierre del primer trimestre del año.

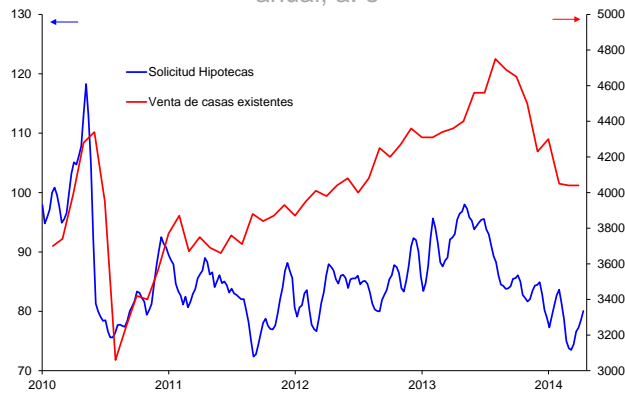
Los indicadores del mercado laboral en Estados Unidos apuntan a una continua recuperación. La nómina no agrícola se expandió 192 mil plazas en marzo, si bien la tasa de desempleo se mantuvo sin cambio en 6.7 por ciento debido a un incremento en la tasa de participación laboral. Sin embargo, las tasas de contrataciones y renuncias se situaron en febrero todavía muy por debajo de los niveles previos a la crisis.

En contraste, la actividad en el mercado de vivienda se mantuvo débil. El nivel de las ventas de casas existentes continuó disminuyendo en marzo de este año. No obstante, las solicitudes de hipotecas para compra de casas se recuperaron ligeramente en marzo, al igual que los precios de las casas (Gráfica 3).

Gráfica 3

EUA: Solicitudes de Hipotecas para Compra de Casa y Venta de Casas Existentes Unifamiliares

Índice enero 2010=100 y miles de unidades a tasa anual, a. e



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Mortgage Bankers Association y National Association of Realtors.

Por su parte, la inflación en Estados Unidos continuó por debajo de la meta de largo plazo de la Reserva Federal de 2.0 por ciento. En particular, en marzo la inflación general anual al consumidor fue de 1.5 por ciento, mientras que la cifra correspondiente a febrero del deflactor del gasto

personal en consumo fue de 0.9 por ciento. Los bajos niveles de inflación reflejan, en parte, factores temporales, como la moderación de los precios de los servicios médicos y de la energía, así como las disminuciones observadas en los precios de las importaciones.

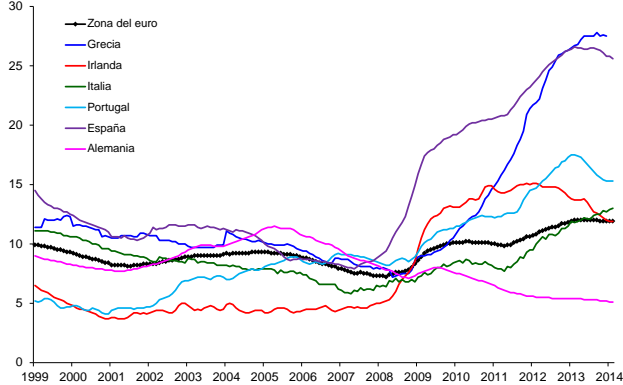
En este entorno, en su reunión de marzo el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal anunció que implementaría una reducción adicional por 10 mil millones de dólares en sus compras mensuales de activos, las cuales pasarán de 65 a 55 mil millones de dólares, a partir de abril. El Comité reafirmó que la reducción en el ritmo de compras de activos no necesariamente seguirá un curso preestablecido y que sus decisiones al respecto dependerán de las perspectivas sobre el mercado laboral y la inflación, así como del análisis de la eficacia y de los costos y beneficios de dichas compras.

La Reserva Federal también actualizó su guía futura para la tasa de fondos federales (*“forward guidance”*) al sustituir los “umbrales” establecidos en diciembre de 2012, referentes a la tasa de desempleo y a la inflación esperada, por una evaluación cualitativa de los avances, observados y esperados, hacia los objetivos de máximo empleo e inflación de 2 por ciento. El Instituto Central también destacó que las condiciones económicas podrían justificar mantener por algún tiempo la tasa objetivo de fondos federales por debajo de los niveles que el Comité considera como normales en el 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 recuperación se mantuvo frágil y las encuestas prospectivas de consumidores y negocios del primer trimestre apuntan a que el crecimiento económico continuará siendo débil. Lo anterior debido a que si bien los indicadores de confianza de dichos agentes muestran una tendencia al alza, aún permanecen por debajo de sus niveles previos a la crisis. Parte importante de la fragilidad en la recuperación se atribuye a la atonía del mercado laboral. Si bien la tasa de desempleo se ha estabilizado desde octubre de 2013, ésta permanece todavía en un nivel muy elevado (11.9 por ciento en febrero) (Gráfica 4).

Gráfica 4
Zona del euro: Desempleo

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



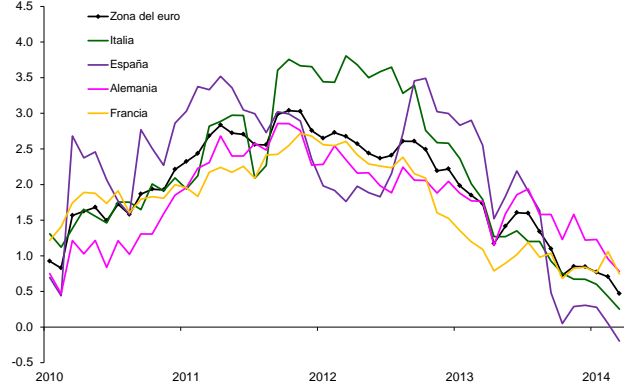
a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat.

La inflación de los precios al consumidor en la zona del euro continuó en una tendencia descendente, alcanzando 0.5 por ciento anual en marzo (Gráfica 5). Adicionalmente, los pronósticos apuntan a un periodo prolongado de inflación baja como resultado de una debilidad generalizada de la economía, un elevado nivel de capacidad no utilizada y una escasa expansión del crédito. El Banco Central Europeo (BCE) y las encuestas entre especialistas coinciden en que la inflación en 2014 y 2015 se ubicará por debajo del objetivo de dicho Banco, de un nivel cercano pero inferior al 2.0 por ciento, y que será hasta finales de 2016 cuando se alcance este nivel.

En su comunicado de marzo, el BCE fortaleció su guía futura para sus tasas de referencia manifestando que, en caso de ser necesario, estaría dispuesto a mantener una política monetaria muy acomodaticia y a actuar rápidamente. También señaló su compromiso unánime de utilizar instrumentos convencionales y no convencionales para mitigar de manera eficaz los riesgos de un periodo prolongado de inflación muy baja.

Gráfica 5
Zona del euro: Tasas de Inflación

Variación anual en por ciento

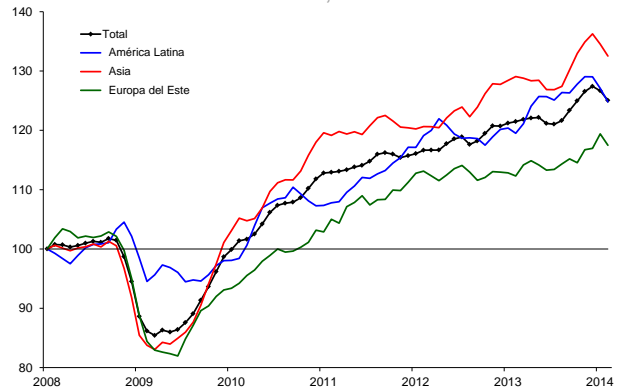


Fuente: Eurostat.

En las economías emergentes el crecimiento continuó moderándose. En particular, al inicio de 2014 la producción industrial registró una desaceleración en su ritmo de expansión. Esta pérdida de ímpetu fue generalizada en la mayoría de los países y obedeció tanto a la debilidad en la demanda interna, como de la externa (Gráfica 6). Los índices de perspectivas de la producción manufacturera señalan una moderación adicional en el crecimiento a principios del segundo trimestre, en particular en el caso de China.

Gráfica 6
Economías Emergentes: Volumen de Exportaciones

Índice enero 2008= 100 de la media móvil de tres meses, a. e.



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

Como se muestra en la siguiente sección, en los mercados financieros internacionales se ha observado una mayor estabilidad en las últimas semanas y se han renovado los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. Esto, debido en parte a los ajustes en las posturas macroeconómicas de algunas de estas economías, pero especialmente a una percepción de que la Reserva Federal ajustará su postura de política monetaria de manera gradual y más predecible. No obstante, no se puede descartar un nuevo episodio de volatilidad en los mercados internacionales como reflejo de la complejidad que enfrenta la Reserva Federal en llevar a cabo la normalización de su política.

Los precios internacionales de las materias primas han mostrado una evolución mixta en las últimas semanas. En el caso del petróleo crudo, los precios disminuyeron luego de una reducción en los riesgos geopolíticos y una mayor oferta de petróleo de miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Por su parte, los precios del maíz continuaron con su tendencia al alza, debido principalmente a preocupaciones respecto a que la cosecha en Estados Unidos se vea afectada por la sequía en regiones productoras, aunque todavía se mantienen en niveles por debajo de los alcanzados en la primera mitad de 2013. En el caso del trigo, los precios mostraron volatilidad debido a los riesgos geopolíticos derivados de la crisis de Ucrania.

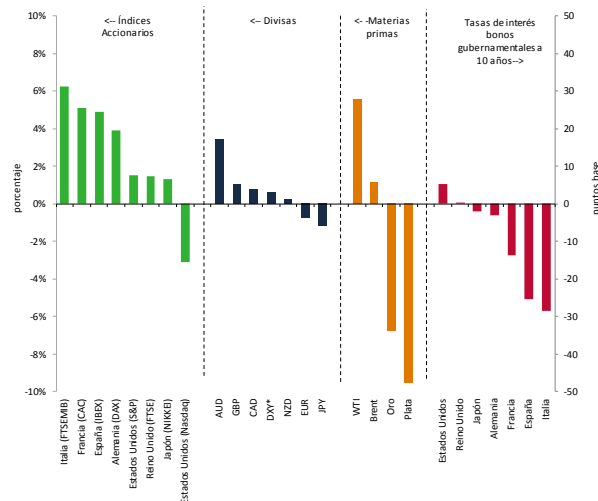
Tomando en consideración el entorno de crecimiento e inflación global, se espera que la postura monetaria en la mayoría de las economías, en particular en las avanzadas, continúe acomodaticia por un periodo prolongado.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

Desde mediados de marzo, los mercados financieros de los países desarrollados registraron una evolución favorable, reaccionando positivamente a indicadores que apuntan a un fortalecimiento de la actividad económica, particularmente en Estados Unidos, y a la expectativa de que los principales bancos centrales mantengan una política monetaria altamente acomodaticia durante el resto del año (Gráfica 7 y Gráfica 8).

Gráfica 7
Variación porcentual de indicadores financieros
Cambio del 14 de marzo al 21 de abril de 2014,
porcentaje, puntos base

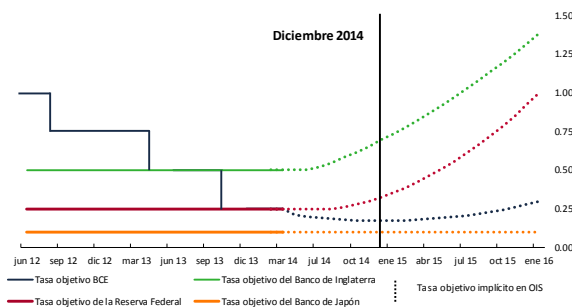


1/La variación porcentual de los índices accionarios se encuentra denominada en moneda local. El cambio en las tasas de interés de deuda gubernamental corresponde a los instrumentos con plazo a vencimiento de 10 años.

*DXI: 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

Gráfica 8
Tasa de referencia implícita en la curva de OIS*
para países seleccionados
Porcentaje



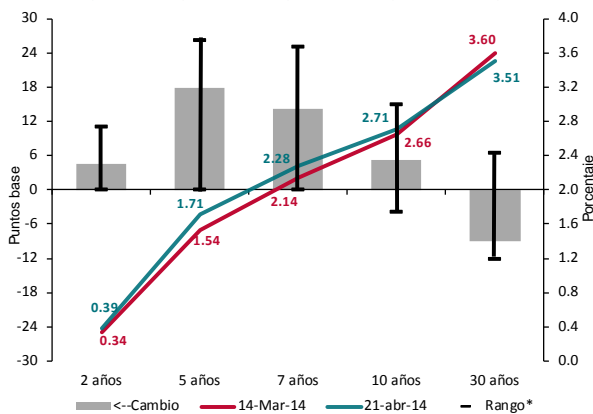
*OIS: swap de tasas de interés en donde la tasa flotante es el promedio de la tasa de interés a un día.

Fuente: Bloomberg con cálculos de Banco de México.

Como se destacó en la sección previa, la Reserva Federal hizo anuncios importantes en su reunión de marzo pasado. En particular, decidió (i) continuar con la disminución de su programa de compra de activos; (ii) mantener sin cambio su tasa de referencia; y (iii) sustituir los umbrales cuantitativos de su función de reacción por un enfoque cualitativo que permita guiar a los agentes económicos

durante el proceso de normalización de su política monetaria. Este cambio en la política de comunicación de la Reserva Federal obedece a que la tasa de desempleo ya se encuentra en niveles cercanos al umbral previamente definido sin que haya condiciones para ajustar la tasa de referencia, y debido a que ese Instituto Central considera necesario analizar indicadores adicionales que permitan una mejor evaluación del desempeño del mercado laboral. La reacción del mercado a esta decisión fue un incremento moderado en las tasas de los bonos del Tesoro (Gráfica 9).

Gráfica 9
Estados Unidos: Curva de rendimiento de instrumentos del Tesoro
Porcentaje, puntos base

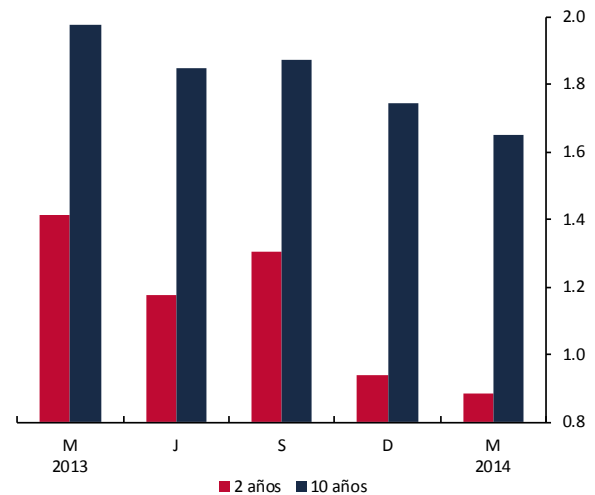


Fuente: Bloomberg.

En Europa el funcionamiento de los mercados de deuda ha seguido normalizándose, destacando nuevamente la disminución del diferencial entre las tasas de interés de los bonos de los países de la periferia y las de bonos del gobierno alemán. A pesar de lo anterior, el mercado sigue preocupado por las bajas tasas de inflación que se observan en la región. De hecho, las expectativas de inflación implícitas en distintos indicadores financieros se encuentran muy desviadas respecto al objetivo de política monetaria del Banco Central Europeo

(BCE) (Gráfica 10). Adicionalmente, el crédito al sector privado sigue mostrando un bajo dinamismo, por lo que no se descarta que en los próximos meses el BCE pudiera utilizar herramientas no convencionales de política monetaria para enfrentar este periodo extendido de baja inflación.

Gráfica 10
Eurozona: Compensación por inflación y riesgo inflacionario*
Porcentaje

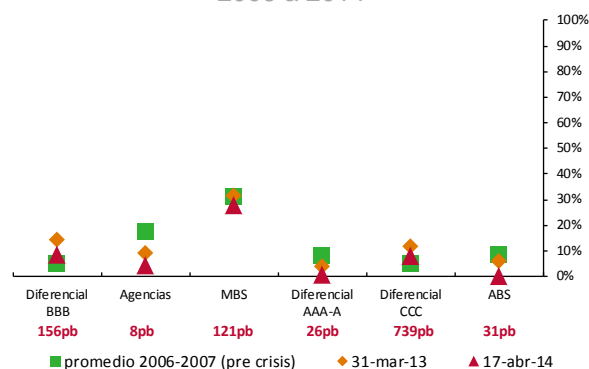


*Medido a través del swap de inflación a 2 y 10 años.
Fuente: Bloomberg.

Pasando a otros mercados financieros, en el de deuda corporativa en Estados Unidos se observó un aumento en la colocación por parte de las empresas no financieras. Asimismo, se dio una continua disminución de los diferenciales de rendimiento entre los bonos corporativos y los bonos del Tesoro que alcanzaron, en algunos casos, niveles similares o menores a los observados antes de la crisis financiera de 2008 (Gráfica 11).

Gráfica 11
Estados Unidos: Diferencial de rendimiento de activos seleccionados frente a notas del Tesoro con la misma duración**

Porcentaje respecto al rango de los diferenciales de 2006 a 2014



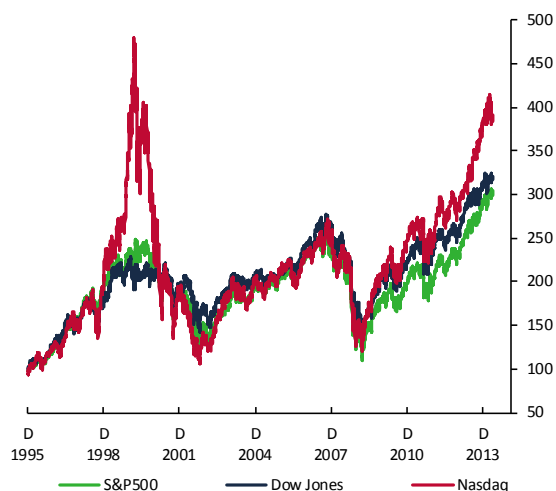
*Datos al 17 de abril de 2014. Un nivel de 100% indica que el diferencial se encuentra en el nivel más elevado que se ha observado entre enero 2006 y abril 2014, mientras que 0% indica que el diferencial de rendimiento se encuentra en el nivel mínimo de los últimos años. En rojo se indica el nivel de los diferenciales de rendimiento al 4 de abril de 2014.

**La duración de los índices de deuda corporativa AAA, BBB, Agencias y MBS es de alrededor de 6 años. La duración de los índices de deuda corporativa CCC y ABS es de alrededor de 3 años.

Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Índices de Bank of America/ Merrill Lynch y Bloomberg.

En el mercado de renta variable, la mayoría de los índices accionarios alrededor del mundo presentaron ganancias en el último mes. La excepción a esto último fue el mal desempeño de diversas acciones del sector tecnológico, las cuales exhibieron fuertes caídas ante las altas valuaciones que actualmente presentan muchas emisoras, así como ante el temor de que sus reportes corporativos correspondientes al primer trimestre del año pudieran salir por debajo de lo anticipado (Gráfica 12). Lo anterior generó que los índices accionarios que tienen una importante exposición a dicho sector (Nasdaq y Nikkei) presentaran pérdidas.

Gráfica 12
Estados Unidos: Evolución de índices accionarios seleccionados
 Índice 29-dic-95=100

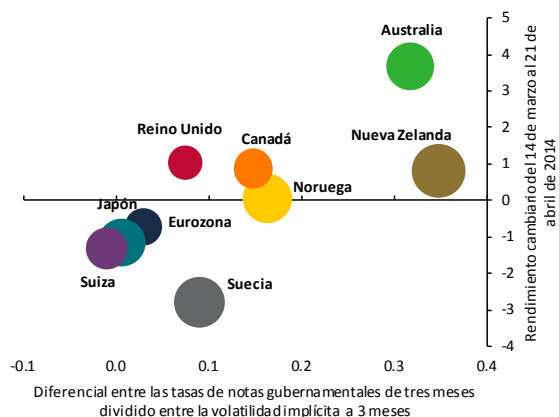


Fuente: Bloomberg.

Finalmente, en los mercados cambiarios se observó una apreciación de las divisas de países con tasas de interés elevadas frente a las divisas consideradas de fondeo, tales como el yen, el franco suizo y el dólar. Estas estrategias, comúnmente llamadas de acarreo, estuvieron favorecidas por el ambiente de baja volatilidad en los mercados cambiarios. (Gráfica 13).

Gráfica 13
Diferencial de tasas a tres meses ajustado por volatilidad y variación cambiaria de divisas seleccionadas frente al dólar

Porcentaje



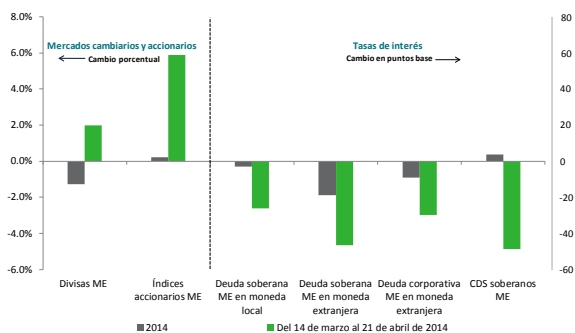
Nota: El tamaño de las burbujas indica la volatilidad implícita a tres meses de la divisa correspondiente.

Fuente: Bloomberg con cálculos de Banco de México.

2.2.2. Mercados emergentes

Los precios de los activos financieros de las economías emergentes también presentaron avances generalizados. Como se comentó previamente, estos avances fueron resultado de la expectativa de que los principales bancos centrales de países desarrollados mantengan políticas monetarias acomodaticias durante el año en curso y de las menores preocupaciones respecto al ritmo de recuperación económica en Estados Unidos. También contribuyó la disminución de las tensiones geopolíticas en Ucrania. De esta manera, la mayoría de las divisas de países emergentes se apreciaron frente al dólar, las tasas de interés de sus valores gubernamentales disminuyeron y los índices accionarios observaron ganancias (Gráfica 14). Cabe destacar que en algunos casos las ganancias observadas durante este último mes lograron revertir las pérdidas que se registraron durante las primeras semanas del año.

Gráfica 14
Comportamiento de Diversos Activos Financieros de Países Emergentes
Cambio en porcentaje y puntos base

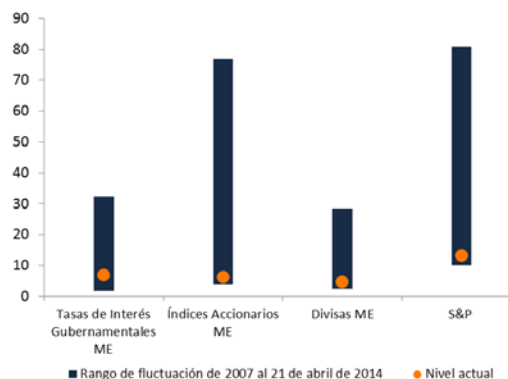


Nota: El índice de divisas ME pondera en la misma proporción las monedas de los siguientes países: México, Brasil, Colombia, Chile, Perú, Rusia, Turquía, Polonia, Hungría, República Checa, India, Sudáfrica, Corea, Tailandia, China y Malasia. Para el desempeño de los mercados accionarios emergentes se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

Este entorno favorable también se reflejó en una notoria disminución en la volatilidad de los precios de prácticamente todos los activos financieros, registrando incluso en algunos casos niveles similares a los observados en el periodo previo al inicio de la crisis de 2008 (Gráfica 15). Lo anterior generó, como en el caso de los mercados

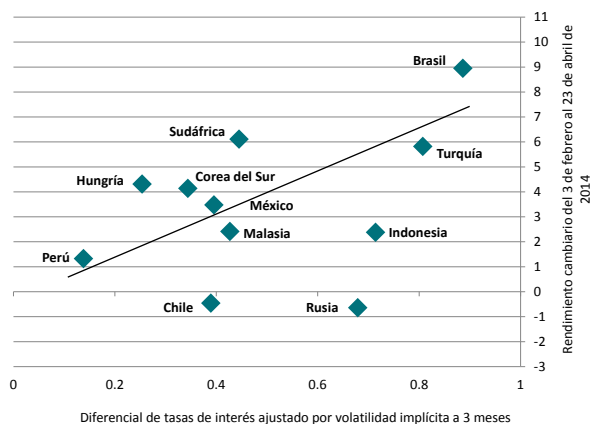
desarrollados, un mayor interés por construir posiciones de acarreo en aquellas divisas cuyas economías ofrecen tasas de interés más elevadas (Gráfica 16).

Gráfica 15
Volatilidad Histórica de Activos Seleccionados de Países Emergentes desde 2007 al 21 de Abril de 2014
Por ciento



Nota: Volatilidad histórica para una ventana de 20 días sobre los siguientes índices: JPMorgan GBI-EM para bonos gubernamentales, JPM EMCI para divisas y MSCI EM en moneda local para los índices accionarios de emergentes.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 16
Diferencial entre Tasas a Tres Meses Ajustado por Volatilidad y Variación Cambiaria de Divisas Seleccionadas Frente al Dólar
Por ciento



Nota: Se presenta el diferencial de tasas gubernamentales entre países emergentes y Estados Unidos a 3 meses, divididos entre la volatilidad implícita en opciones cambiarias de la divisa en cuestión.
Fuente: Bloomberg con cálculos de Banco de México.

2.2.3. Mercados en México

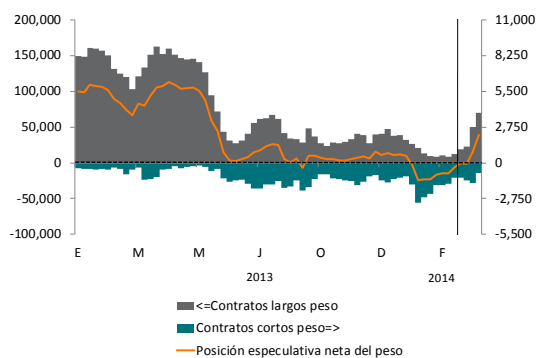
En México los precios de los activos financieros también registraron una evolución moderadamente positiva. En el mercado cambiario el peso se apreció 0.9% desde la última reunión de política monetaria, alcanzando los niveles más apreciados del 2014 (Gráfica 17). Dicha apreciación estuvo acompañada de un incremento importante en las posiciones especulativas largas en pesos en el mercado de futuros de Chicago (Gráfica 18).

Gráfica 17
Tipo de Cambio Peso – Dólar
Pesos por dólar



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

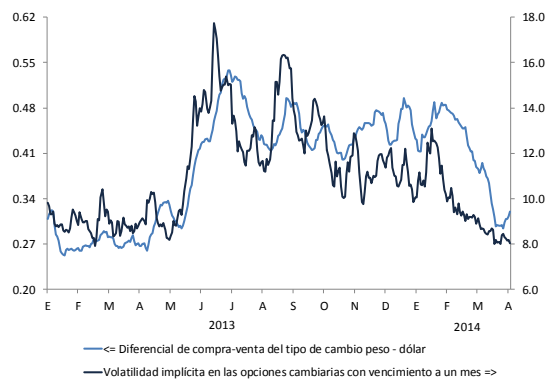
Gráfica 18
Posición Especulativa del Peso en los Futuros de Chicago y Tipo de Cambio Peso-Dólar
Número de contratos, Millones de dólares



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

Las condiciones de operación del mercado cambiario peso-dólar continuaron mejorando. Lo anterior se vio reflejado en una reducción de la volatilidad del tipo de cambio y en una reducción de los diferenciales de compra-venta (Gráfica 19), alcanzando en ambos casos los niveles más bajos de los últimos dos años.

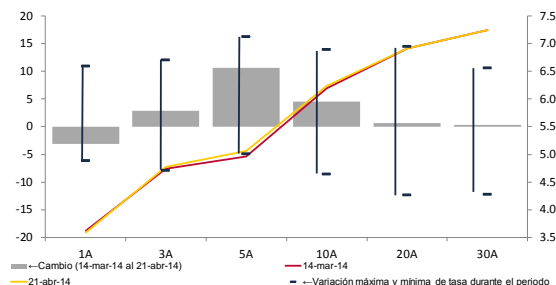
Gráfica 19
Diferencial de Compra-Venta del Tipo de Cambio Peso-Dólar y Volatilidad Implícita en Opciones Cambiarias con Vencimiento a Un Mes
Centavos de peso-dólar, por ciento



Nota: Se presenta el promedio móvil del diferencial de compra-venta del tipo de cambio peso-dólar para una ventana de diez días.
Fuente: Bloomberg y Reuters.

Por su parte, en el mercado de valores gubernamentales, las tasas de interés a plazos cortos presentaron disminuciones, mientras que las de mediano y largo plazo registraron ligeros incrementos (Gráfica 20).

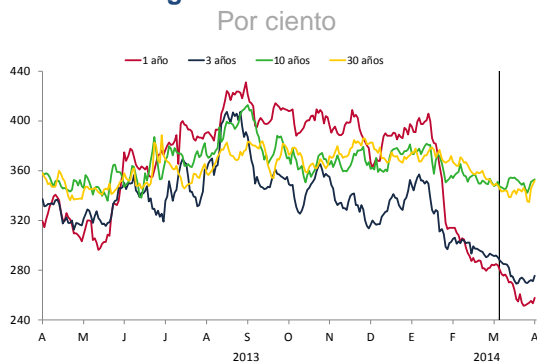
Gráfica 20
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal
Puntos base, por ciento



Fuente: Banco de México con información de PIP.

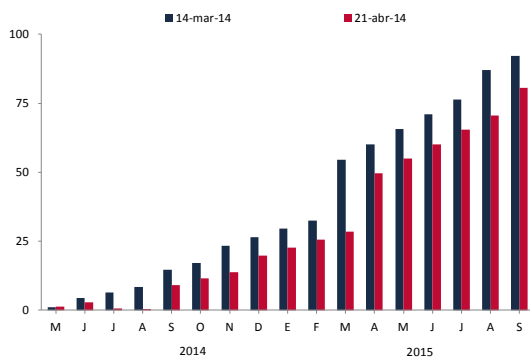
Finalmente, la mejor perspectiva para la inflación (Gráfica 21), así como el deterioro en el balance de riesgos para el crecimiento económico, generaron un ajuste a la baja en la trayectoria de la tasa de fondeo bancario implícita en la curva de swaps de tasas de interés. De esta manera, el mercado anticipa que la postura de política monetaria se mantendrá sin cambio hasta el cierre del primer trimestre de 2015, en línea con las expectativas de la mayoría de los analistas económicos (Gráfica 22).

Gráfica 21
Compensación por inflación y riesgo inflacionario implícito en bonos gubernamentales
Por ciento



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.

Gráfica 22
Movimientos de tasa implícitos en la curva de swaps de TIIE a 28 días
Puntos base



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

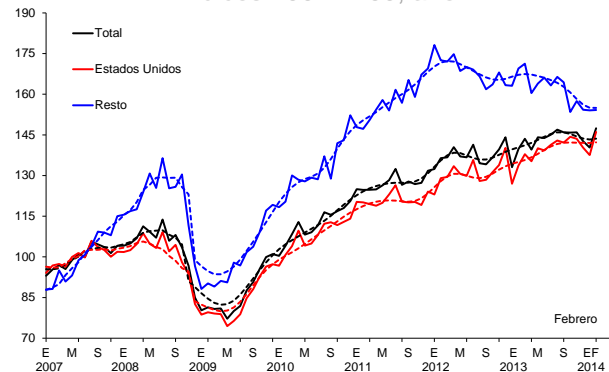
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Al inicio del primer trimestre de 2014, persistió la debilidad que la actividad económica en México había registrado desde finales de 2013. No obstante, dicha debilidad estuvo asociada, en buena medida, a factores de naturaleza temporal. Dichos factores parecerían estarse revirtiendo, al observarse una incipiente mejoría en algunos indicadores de actividad en los meses más recientes. No obstante, para el primer trimestre del año, en promedio, la economía habrá presentado un dinamismo relativamente bajo.

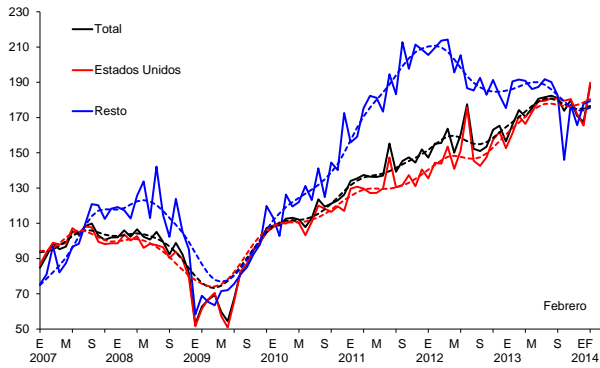
En particular, después de la caída mensual que las exportaciones manufactureras registraron en enero de 2014, lo que reflejó en parte los efectos de las condiciones climáticas adversas sobre la actividad productiva de Estados Unidos, en febrero éstas mostraron un repunte (Gráfica 23). El mayor dinamismo de las exportaciones manufactureras en febrero se derivó, en buena medida, de la recuperación de las exportaciones a Estados Unidos, especialmente aquéllas correspondientes al sector automotriz (Gráfica 24 y Gráfica 25). En contraste, las exportaciones manufactureras dirigidas al resto del mundo no han mostrado un cambio de tendencia favorable.

Gráfica 23
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2007 = 100, a. e.



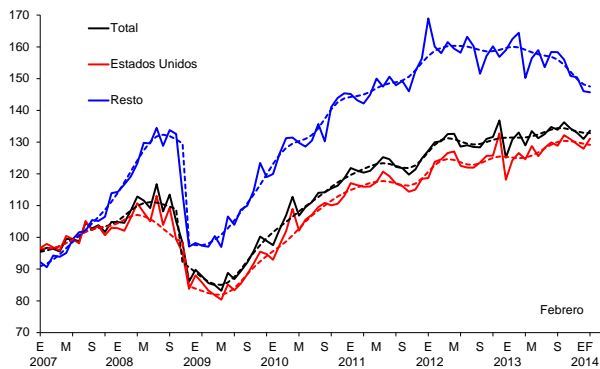
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 24
Exportaciones Manufactureras Automotrices
 Índices 2007 =100, a. e.



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

Gráfica 25
Exportaciones Manufactureras No Automotrices
 Índices 2007 =100, a. e.

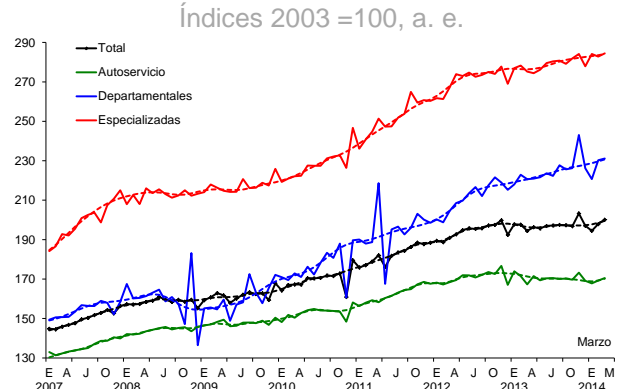


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México.

En cuanto a la demanda interna, si bien la debilidad que se observó al cierre del año anterior se mantuvo durante el primer trimestre del año en curso, algunos de sus componentes han presentado una incipiente recuperación en los meses más recientes. En particular, en lo referente al consumo privado, después de las caídas en diciembre y enero en las ventas de la ANTAD, hacia finales del primer trimestre del año parecería apreciarse una gradual mejoría en su evolución (Gráfica 26). Asimismo, después de la contracción observada a finales de 2013, el crecimiento presentado en enero de 2014 del indicador mensual del consumo privado en el mercado interior (que incluye el consumo tanto de mercancías, como de

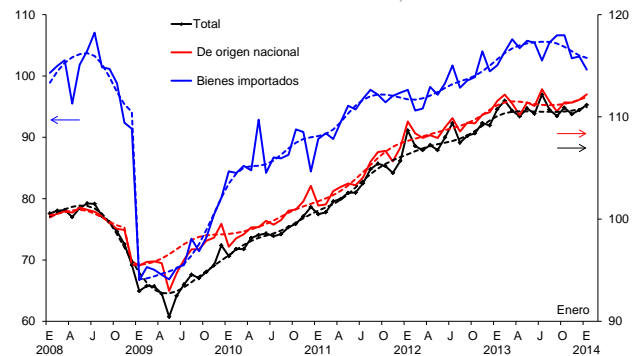
servicios), sugiere una ligera reactivación de su dinamismo (Gráfica 27). De manera congruente con lo anterior, algunos de los determinantes del consumo privado han presentado cierta recuperación, como es el caso de las remesas familiares (Gráfica 28) y el índice de confianza de los consumidores, el cual registró un repunte en febrero y marzo de 2014, después de las caídas en diciembre y enero (Gráfica 29).

Gráfica 26
Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD: Por Tipo de Tienda
 Índices 2003 =100, a. e.



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

Gráfica 27
Indicador Mensual de Consumo Privado en el Mercado Interior: Por origen
 Índices 2008 =100, a. e.



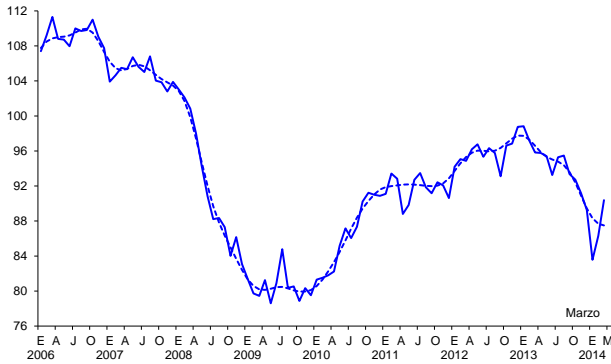
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: INEGI.

Gráfica 28
Remesas Familiares
Millones de dólares, a. e.



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

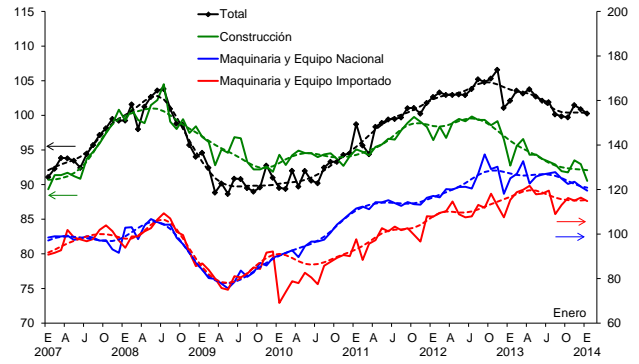
Gráfica 29
Confianza del Consumidor
Índice Enero 2003 =100, a. e.



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

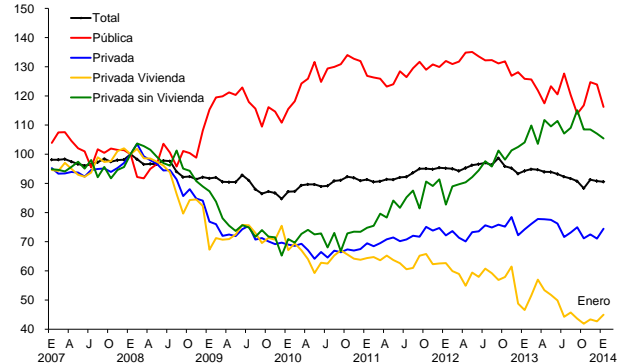
En relación a la inversión privada, los indicadores asociados a algunos de sus componentes también parecerían haber empezado a mostrar un aparente cambio de tendencia, como es el caso de la inversión en construcción de vivienda que ha dejado de caer y las importaciones de bienes de capital que ya por algunos meses han mostrado una trayectoria al alza (Gráfica 30, Gráfica 31 y Gráfica 32).

Gráfica 30
Inversión y sus Componentes
Índices 2008=100, a. e.



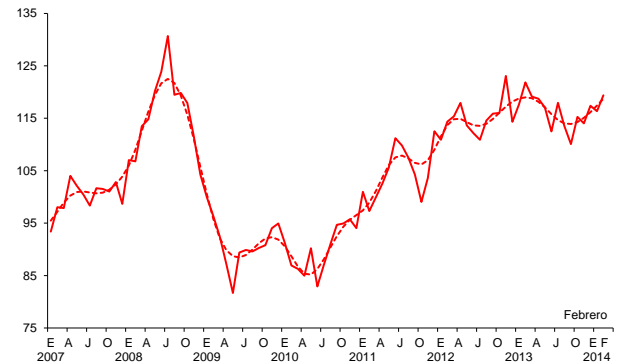
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 31
Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índices enero 2008 = 100, a. e.



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

Gráfica 32
Importaciones de Bienes de Capital
Índice 2007=100, a. e.

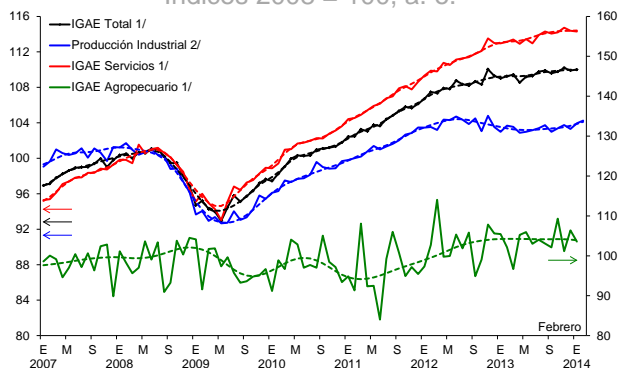


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México.

El gasto público se ha venido ejerciendo conforme al programa original, registrando elevadas tasas de crecimiento anual en el primer bimestre de 2014. De entre sus rubros, destaca el crecimiento del gasto en inversión y en las participaciones a estados y municipios.

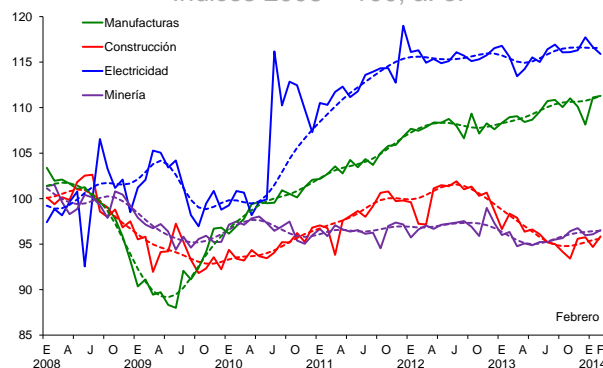
La actividad económica por el lado de la producción también presentó cierta debilidad al término de 2013 e inicios del presente año, si bien algunos sectores mostraron una modesta reactivación en meses más recientes (Gráfica 33). En particular, en enero y febrero se registró una incipiente mejoría en el dinamismo de la actividad industrial, después de la contracción observada en diciembre de 2013 (Gráfica 34). Este desempeño se originó tanto de un repunte de la industria manufacturera respecto a los bajos niveles de finales del año anterior, como de un ligero cambio de tendencia favorable en el sector de la construcción. En contraste, en enero de 2014 el sector terciario mostró una contracción mensual desestacionalizada derivada, en buena medida, de la caída de los servicios más relacionados a la demanda interna, tales como los servicios profesionales, corporativos y de apoyo, y los servicios de esparcimiento y otros servicios (Gráfica 35).

Gráfica 33
Indicadores de la Actividad Económica
Índices 2008 = 100, a. e.



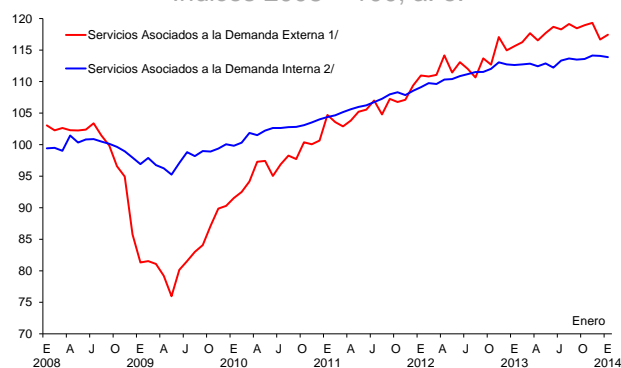
a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Cifras a enero de 2014.
2/ Cifras a febrero de 2014 del Indicador de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 34
Actividad Industrial
Índices 2008 = 100, a. e.



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

Gráfica 35
IGAE del Sector Servicios: Total
Índices 2008 = 100, a. e.



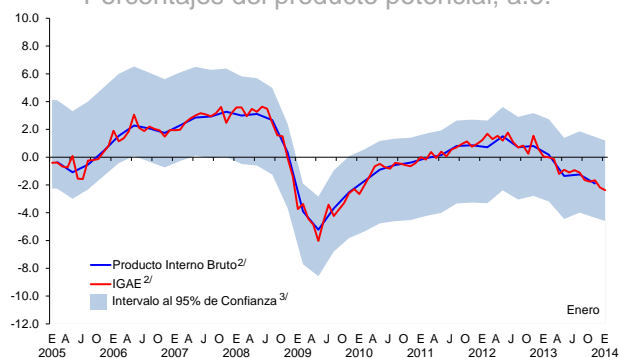
a.e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Incluye los sectores de Comercio Exterior y Transporte asociados a la demanda externa (Estimación del Banco de México).
2/ Incluye los sectores de Servicios financieros y de seguros; Servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles; Servicios profesionales, científicos y técnicos; Dirección de corporativos y empresas; Servicios de apoyo a los negocios y manejo de desechos y servicios de remediación; Servicios educativos; Servicios de salud y de asistencia social; Servicios de esparcimiento culturales y deportivos, y otros servicios recreativos; Servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; Otros servicios excepto actividades del gobierno; Actividades del Gobierno y de organismos internacionales y extraterritoriales; Información en medios masivos; y los subsectores 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

La desaceleración que presentó la actividad económica a finales de 2013 y principios de 2014 condujo a que no se registraran presiones de demanda en los mercados de los principales insumos para la producción, tales como el laboral y el de crédito. La brecha del producto ha permanecido en niveles negativos y, de hecho, ha continuado ampliando su magnitud (Gráfica 36).

Gráfica 36
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 enero de 2014.

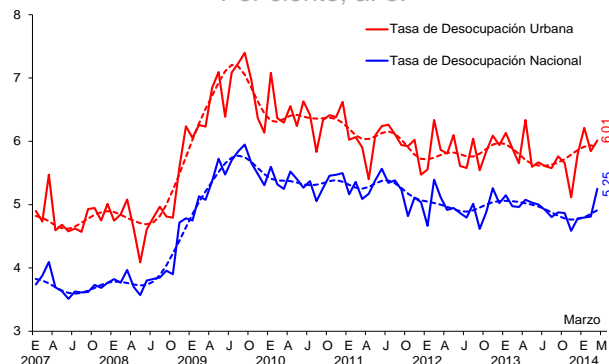
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

En el mercado laboral continúan las condiciones de holgura. En particular, las tasas de desocupación nacional y urbana se encuentran en niveles superiores a los observados antes de la crisis e, inclusive, mostraron un nuevo aumento en los últimos meses (Gráfica 37). No obstante, el número de trabajadores asegurados en el IMSS mantuvo una tendencia ascendente (Gráfica 38).

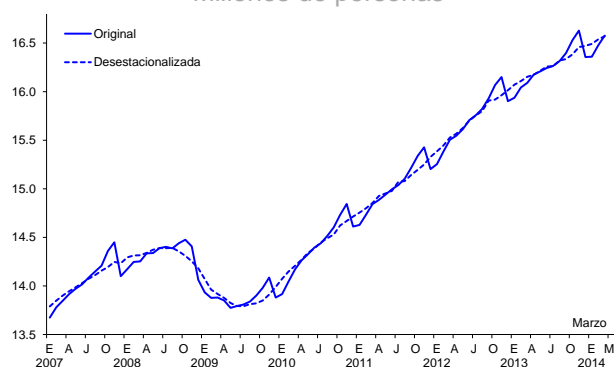
Gráfica 37
Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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

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

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

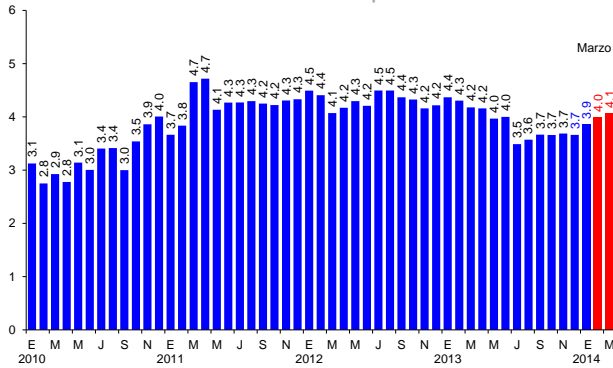


1/ Permanentes y Eventuales Urbanos.

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

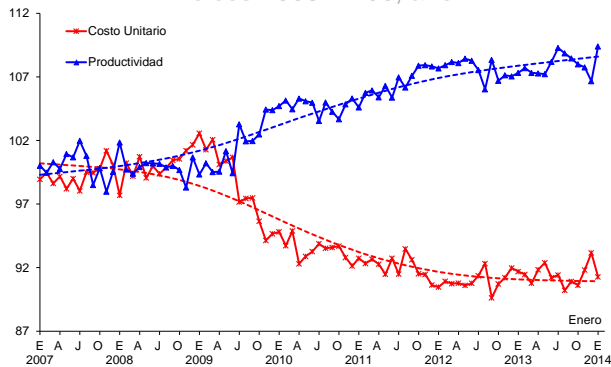
En este contexto, los moderados incrementos salariales que se observaron en los primeros meses de 2014 (Gráfica 39), junto con la tendencia de la productividad media del trabajo, han conducido a que los costos unitarios se ubiquen en niveles bajos (Gráfica 40).

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

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.

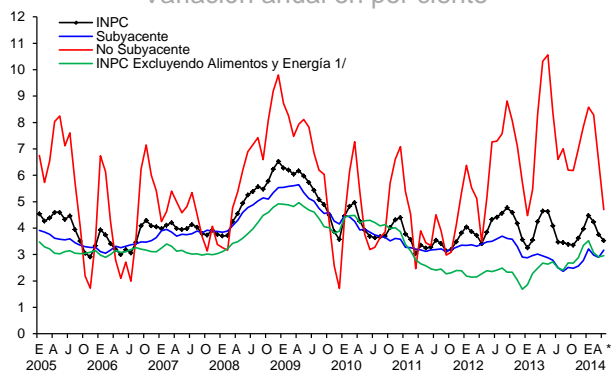
Por su parte, el financiamiento al sector privado no financiero continuó expandiéndose en meses recientes, si bien a un ritmo menor que lo observado al cierre del año pasado. Ello fue resultado, principalmente, de una moderación en el ritmo de crecimiento del financiamiento a las empresas. Por otro lado, el crédito a los hogares siguió exhibiendo un bajo dinamismo. En este contexto, no existe evidencia de presiones de demanda en los mercados de fondos prestables, toda vez que las tasas de interés y los índices de morosidad continuaron en niveles relativamente bajos y estables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

Conforme a lo previsto, después del repunte registrado en la primera quincena del año, la inflación general anual ha mantenido una trayectoria descendente, confirmando la ausencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios después de los ajustes en precios públicos que se implementaron a finales de 2013 e inicios de este año y de las medidas fiscales que entraron en vigor a principios de 2014. Así, el indicador general pasó de un crecimiento anual de 4.23 por ciento en febrero a 3.53 por ciento en la primera quincena de abril, resultado que se explica por las menores tasas de crecimiento en los precios tanto del componente subyacente, como del no subyacente (Gráfica 41 y Cuadro 1).

La inflación subyacente anual se ubicó por debajo de 3 por ciento durante febrero y marzo, meses en los que registró niveles de 2.98 y 2.89 por ciento, respectivamente (Gráfica 42 y Cuadro 1). En efecto, la inflación subyacente mensual registró mínimos históricos para estos meses. Lo anterior se explica por menores tasas de crecimiento en los precios de los dos componentes de este índice. Por una parte, la menor variación anual del subíndice de precios de las mercancías estuvo asociada al comportamiento de las alimenticias. Por la otra, el menor ritmo en el crecimiento del subíndice de precios de los servicios se derivó, principalmente, del grupo de servicios distintos a educación y vivienda, en el cual el servicio de telefonía móvil y los servicios turísticos en paquete mostraron disminuciones en sus ritmos de crecimiento. En el caso de la telefonía móvil, el menor incremento se debió a un efecto de alta base de comparación, mientras que la menor variación anual de los servicios turísticos en paquete fue consecuencia de un efecto calendario, ya que en 2013 la Semana Santa tuvo lugar en marzo mientras que en 2014 ocurrió en abril (Gráfica 43 y Cuadro 1). Posteriormente, esto último contribuyó al incremento de la inflación subyacente anual en la primera quincena de abril a 3.17 por ciento.

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



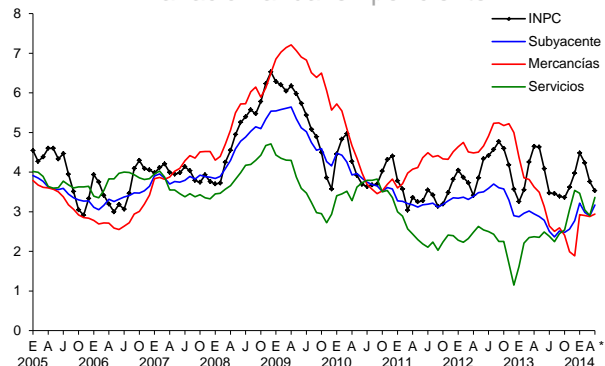
1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

*Información a la primera quincena de abril de 2014.

Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que respecta al índice de precios no subyacente, su variación anual pasó de 8.28 por ciento en febrero a 4.70 por ciento en la primera quincena de abril (Gráfica 41 y Cuadro 1). Al respecto, la tasa de crecimiento del subíndice de precios de los productos agropecuarios se desaceleró notoriamente, pues se continuaron disipando los efectos de los choques climáticos que habían impactado al alza los precios de algunas verduras, como jitomate, tomate verde y calabacita, lo cual compensó los marcados incrementos de precio que registró el limón durante febrero y marzo. Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno continuó mostrando elevadas tasas de crecimiento anual. Esto último debido, en lo principal, a los ajustes en los precios de los energéticos, particularmente de las gasolinas y del gas doméstico.

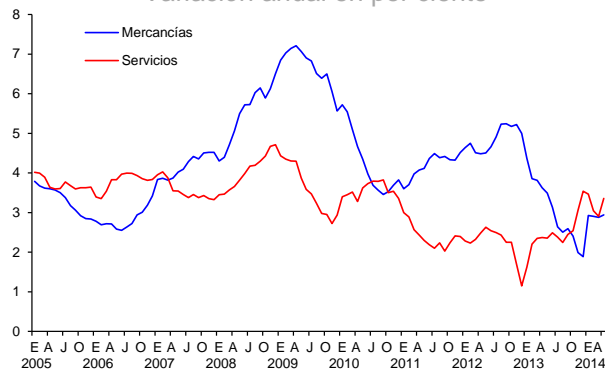
Gráfica 42
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



*Información a la primera quincena de abril de 2014.

Fuente: Banco de México e INEGI.

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

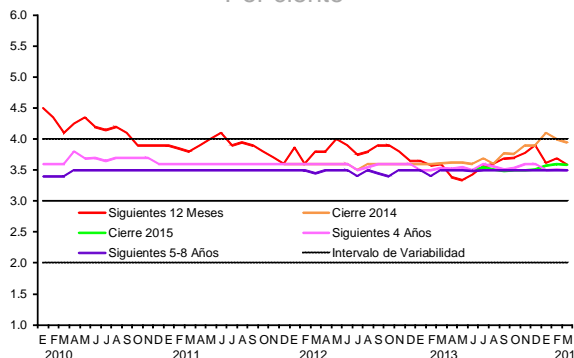


*Información a la primera quincena de abril de 2014.

Fuente: Banco de México e INEGI.

De acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2014 disminuyó entre febrero y marzo de 4.00 a 3.95 por ciento (Gráfica 44). Resulta importante mencionar que no sólo la mediana de las expectativas de inflación ha venido disminuyendo, sino también la dispersión asociada a las mismas. Esto refleja un ambiente de mayor certidumbre respecto a la evolución de la inflación en lo que resta del año, después de los ajustes en precios relativos no anticipados que se presentaron a finales de 2013 y principios de 2014. Por su parte, las expectativas de inflación para 2015 y aquéllas para horizontes de mayor plazo se han mantenido estables alrededor de 3.50 por ciento.

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

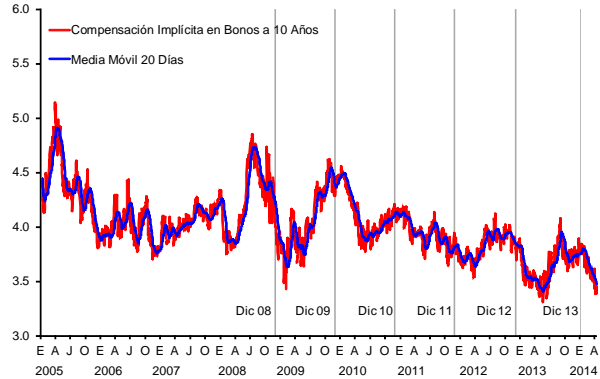


Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado levantada por el Banco de México.

En adición a la información obtenida de las encuestas, las expectativas de inflación implícitas en tasas de interés de mercado señalan también que las correspondientes a horizontes de largo plazo se han mantenido estables. El indicador de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícito en instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años ha mantenido la tendencia a la baja observada desde el inicio de año y se ubicó alrededor de 3.5 por ciento durante el último mes, cerca de sus niveles mínimos históricos (Gráfica 45). Con respecto a los componentes de dicha compensación, las expectativas de inflación de largo plazo y la prima por riesgo inflacionario se ubican alrededor de 3.2 por ciento y 30 puntos base, respectivamente.¹

Considerando el grado de 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. Sin embargo, esta trayectoria no está exenta de riesgos, entre los que destaca, a la baja, la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica resulte menor a la anticipada.

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.

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

Concepto	Diciembre 2013	Febrero 2014	Abril 1q 2014
INPC	3.97	4.23	3.53
Subyacente	2.78	2.98	3.17
Mercancías	1.89	2.91	2.94
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.67	4.73	4.54
Mercancías no Alimenticias	1.26	1.45	1.65
Servicios	3.54	3.05	3.36
Vivienda	2.19	2.25	2.26
Educación (Colegiaturas)	4.42	4.38	4.39
Otros Servicios	4.69	3.50	4.22
No Subyacente	7.84	8.28	4.70
Agropecuarios	6.67	5.43	-1.16
Frutas y Verduras	13.89	6.73	-9.71
Pecuarios	2.43	4.58	4.33
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	8.65	10.12	8.47
Energéticos	8.30	10.10	9.35
Tarifas Autorizadas por Gobierno	9.32	10.14	6.89

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los integrantes de la Junta sostuvo que la economía mundial ha continuado recuperándose moderadamente, si bien persisten riesgos a la baja. Afirmaron que en el primer trimestre del año la actividad económica de México mostró un dinamismo menor al esperado hace unos meses, aunque en el margen algunos indicadores han comenzado a mostrar una incipiente mejoría. Adicionalmente, sostuvieron que prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento, si bien el balance de riesgos ha mejorado marginalmente. En este contexto, argumentaron que se mantienen condiciones de holgura en la economía. Por otro lado, todos destacaron que la inflación mostró una tendencia descendente y que recientemente se ha ubicado por debajo de 4 por ciento. Asimismo, la mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación permanece sin cambio respecto a la reunión anterior.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó que la recuperación de la economía mundial ha continuado, si bien ésta se ha dado a un ritmo moderado. Algunos integrantes señalaron que dicha recuperación ha sido impulsada por las economías avanzadas, ya que, según añadió otro miembro, el crecimiento de las economías emergentes se ha desacelerado. Por su parte, la mayoría indicó que se espera que la actividad económica mundial continúe fortaleciéndose durante el resto de este año y en 2015. Si bien algunos miembros destacaron que se espera que el impulso al crecimiento mundial provenga de las economías avanzadas, en particular de Estados Unidos, también señalaron que se anticipa un fortalecimiento gradual y modesto en el crecimiento de las economías emergentes. Sin embargo, la mayoría de los integrantes también notó que los pronósticos respecto al crecimiento de este grupo de países se han revisado a la baja respecto a lo que anteriormente se esperaba, principalmente como reflejo de la evolución de su demanda interna y de la desaceleración de China. Con base en estas consideraciones, la mayoría sostuvo que el balance de riesgos para el crecimiento económico mundial ha mejorado en el margen, aunque prevalecen riesgos a la baja, entre los que destacó la posibilidad de una desaceleración de la economía de China mayor que la anticipada, lo que afectaría

en especial a algunas economías emergentes. Adicionalmente, un miembro consideró que también existe el riesgo para las economías emergentes de un apretamiento de las condiciones financieras externas derivado del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que recientemente la actividad económica de Estados Unidos ha mostrado un mayor dinamismo, después del debilitamiento observado principalmente a raíz de las condiciones climáticas adversas de principios de año. En este sentido, uno de ellos destacó la evolución favorable de la producción industrial, del consumo privado y del mercado laboral. No obstante, otro integrante recalzó que el mercado laboral permanece en una situación complicada y que la economía estadounidense continúa operando en niveles muy por debajo de su potencial. La mayoría de los integrantes de la Junta afirmó que se espera que esa economía continúe fortaleciéndose durante el resto del año y el siguiente. Uno de ellos agregó que se espera que dicho crecimiento esté por encima de su potencial y que se encuentre sustentado en una política monetaria muy acomodaticia y una fiscal menos restrictiva, así como en mejores condiciones financieras de empresas y hogares. Sin embargo, recordó que existen riesgos a la baja para este escenario, destacando aquéllos vinculados al proceso del retiro del estímulo monetario en ese país, particularmente dada la dificultad de evaluar de manera precisa el grado de holgura en el mercado laboral. Otro integrante arguyó que es complicado evaluar qué tan lejos se encuentra la economía estadounidense de su crecimiento potencial, en un contexto en el que muy probablemente éste se haya visto afectado por la crisis global. Si bien consideró que esa economía es la que mejor ha reaccionado a la crisis, ya que ha sido relativamente eficiente en la reasignación de sus factores de producción y en el ajuste de sus precios, agregó que es posible que el potencial de crecimiento previo a la crisis fuese insostenible dado que se generó en un contexto de una burbuja en el sector inmobiliario. Además, sostuvo que algunos problemas que enfrenta esa economía, como la baja participación laboral y la duración del desempleo, pudieran tener también un componente de carácter estructural. Prosiguió argumentando que la incertidumbre sobre el nivel del producto potencial post-crisis podría también estar presente en otras economías avanzadas, complicando la evaluación sobre su nivel de holgura.

La mayoría de los integrantes de la Junta señaló que en la última reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto, la Reserva Federal de los Estados Unidos redujo su ritmo de compra de activos y mantuvo sin cambio su tasa de referencia. Asimismo, todos los miembros concordaron que se espera que continúe el proceso de normalización de la política monetaria en ese país. No obstante, uno de ellos agregó que dicho Instituto Central confirmó que la tasa objetivo podría mantenerse en su nivel actual aún tiempo después de que termine el programa de compra de activos, especialmente si la inflación permanece por debajo de su objetivo de largo plazo. Asimismo, algunos miembros destacaron la decisión de la Reserva Federal de modificar su guía futura de política monetaria, la cual pasó de un enfoque cuantitativo en su evaluación del progreso hacia el objetivo dual de ese Instituto Central a uno más cualitativo que otorga un mayor margen de maniobra a los miembros de dicho Comité.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que la recuperación de la actividad económica en la zona del euro continuó siendo frágil, si bien algunos agregaron que se espera un fortalecimiento gradual de la misma. Un miembro consideró que dicho crecimiento estará sustentado en un menor ritmo de consolidación fiscal y un posible relajamiento de la política monetaria en los próximos meses, mientras que otro señaló que la evolución de la confianza del consumidor y de los negocios apunta a una mejoría en las perspectivas para la región. En este contexto, la mayoría de los integrantes agregó que se han acentuado los flujos de capital hacia los países periféricos de la zona del euro. Asimismo, algunos destacaron la compresión en los márgenes de las tasas de interés de los bonos gubernamentales de los países periféricos, lo que ha reducido la fragmentación de los mercados financieros de la zona. Sin embargo, algunos recalcaron que diversos factores podrían limitar la recuperación, como son los altos niveles de deuda, los balances poco saludables de los agentes económicos y mercados laborales poco flexibles. En este sentido, otro integrante recordó que persisten elevados niveles de desempleo en la región.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que no se perciben presiones inflacionarias a nivel mundial. Puntualizó que a ello ha contribuido la amplia holgura de la economía global, así como la estabilización o tendencia decreciente de los precios de las materias primas. La mayoría apuntó que en el caso de gran parte de las economías avanzadas, la inflación se ubica por debajo de las

metas establecidas por sus bancos centrales. Al respecto, algunos integrantes señalaron que incluso se percibe el riesgo de condiciones deflacionarias en la zona del euro. En este contexto, algunos miembros sostuvieron que se anticipa que las economías avanzadas mantengan posturas monetarias acomodaticias por un tiempo prolongado. Por otra parte, algunos miembros notaron que ciertas economías emergentes continúan enfrentando tasas de inflación elevadas.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la incertidumbre en los mercados financieros internacionales disminuyó en las semanas recientes. Al respecto, la mayoría aseveró que este comportamiento se debe fundamentalmente a una percepción más favorable sobre la política monetaria y la actividad económica en los Estados Unidos. En particular, uno de ellos notó la disipación de los temores de un apretamiento de política monetaria en ese país más rápido de lo previsto. Asimismo, la mayoría añadió que las medidas de política económica adoptadas por algunas de las economías emergentes han contribuido a la estabilización de sus mercados financieros, a lo que un miembro añadió que la percepción hacia estas economías ha mejorado a pesar de las dificultades que algunas de ellas han mostrado. Adicionalmente, un integrante señaló que el ligero alivio de tensiones geopolíticas relacionadas con Ucrania también ha favorecido la moderación de la turbulencia en los mercados. De manera similar, la mayoría de los integrantes indicó que la menor incertidumbre en los mercados también ha propiciado que se hayan observado nuevas entradas de capitales a los países emergentes.

No obstante lo anterior, la mayoría de los integrantes de la Junta coincidió en que podrían presentarse nuevos episodios de incertidumbre en los mercados financieros internacionales asociados con sorpresas en el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Un integrante señaló que nunca antes se había tenido que ajustar el tipo de instrumentos que actualmente se están utilizando, por lo que la incertidumbre respecto de los efectos de dichos ajustes puede implicar el riesgo de nuevos episodios de volatilidad. En el mismo sentido, otro miembro afirmó que el cambio en la guía futura a una de menor precisión podría implicar menor certeza para los mercados. Asimismo, otro miembro recordó que, a pesar de que el proceso de normalización sea cuidadoso por parte de los bancos centrales, éstos se enfrentan a la dificultad de controlar de manera precisa el proceso de descompresión de primas de riesgo.

Añadió que lo anterior, aunado a que la adopción de una guía futura es intertemporalmente inconsistente, podría ocasionar que el proceso de normalización llegue a darse de manera desordenada. Por otra parte, advirtió que si bien actualmente los mercados parecerían estar en un periodo de tolerancia al riesgo, esto puede cambiar rápidamente a un periodo de aversión al mismo. Adicionalmente, otro integrante sostuvo que la incertidumbre en los mercados se podría incrementar como consecuencia del resurgimiento de tensiones geopolíticas, a lo que otro miembro añadió que se ha incrementado la sensibilidad de los flujos de capital a noticias adversas. No obstante, la mayoría argumentó que después de la turbulencia en mayo del año pasado, la Reserva Federal ha hecho un mayor esfuerzo por tener una comunicación clara para evitar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros, por lo que es razonable pensar que el retiro del estímulo monetario será gradual y más predecible.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que la actividad económica de México mostró un bajo dinamismo en el primer trimestre de 2014. Añadió que, en efecto, se ha observado un crecimiento menor al esperado hace algunos meses. No obstante, concordó que algunos indicadores de actividad han comenzado a mostrar cierta mejoría hacia finales del trimestre. En particular, la mayoría de los miembros destacó que, después de la caída en enero, las exportaciones manufactureras han registrado un desempeño más favorable en los meses siguientes, especialmente las referentes al sector automotriz y las destinadas a Estados Unidos. Al respecto, algunos sostuvieron que este comportamiento condujo a que se observara una recuperación de la producción industrial en febrero. Asimismo, la mayoría coincidió en que algunos indicadores de la demanda interna han presentado una incipiente mejoría. En este sentido, todos los miembros indicaron que el gasto público ha registrado un mayor dinamismo. La mayoría de los integrantes agregó que el consumo privado podría haberse ido fortaleciendo gradualmente durante el trimestre. Al respecto, un miembro señaló que el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior, las ventas de la ANTAD, el aumento en las remesas del exterior, así como la mejoría de la confianza del consumidor a partir de niveles relativamente bajos, sugieren un fortalecimiento del consumo privado, si bien también puntualizó que las ventas al menudeo durante el primer bimestre mostraron debilidad y que el crédito privado continuó desacelerándose. En cuanto a la inversión privada, algunos miembros

destacaron que ésta parece empezar a mostrar un incipiente cambio de tendencia. No obstante, otro consideró que, a excepción de la reanimación de las importaciones de bienes de capital observada en meses recientes, existe menos evidencia de recuperación en este componente de la demanda interna. Por su parte, un miembro afirmó que, aunque algunos indicadores de la demanda interna han mostrado cierta mejoría, las señales no son todavía claras. En particular, argumentó que la persistencia de elevados niveles de desempleo, la aún baja confianza de los hogares y de las empresas, y los efectos de los cambios más recientes en materia fiscal no sugieren una recuperación significativa de la demanda interna.

La mayoría de los integrantes de la Junta señaló que prevalecen condiciones de holgura en la economía en su conjunto. En particular, indicó que la brecha del producto es negativa, y algunos de ellos enfatizaron que incluso en el margen ésta se ha ampliado. Al respecto, la mayoría también afirmó que se prevé que dicha brecha se mantenga en terreno negativo, si bien uno añadió que se espera que se vaya cerrando gradualmente. Asimismo, la mayoría de los miembros aseveró que se mantienen condiciones de holgura en el mercado laboral y uno de ellos puntualizó que las demandas salariales se mantienen moderadas, aunque la mayoría también destacó que la generación de nuevos empleos ha continuado creciendo. En este entorno, la mayoría de los miembros sostuvo que no se anticipan presiones de demanda sobre la inflación en el horizonte en que opera la política monetaria.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que la recuperación de la economía mexicana continuará durante los próximos meses. Al respecto, un miembro arguyó que la mejoría en el PMI manufacturero estadounidense, así como el incipiente cambio de tendencia de algunos indicadores adelantados de consumo de energía, apuntan en esa dirección. A su vez, otro integrante afirmó que es de esperarse que el PIB muestre una expansión modesta durante la primera mitad de 2014, pero una aceleración en su ritmo de crecimiento para el segundo semestre. Algunos miembros argumentaron que el fortalecimiento de la actividad podría estar sustentado en la expansión del gasto público, así como en el efecto de la recuperación de la producción industrial estadounidense sobre las exportaciones mexicanas. Uno de ellos afirmó que la postura monetaria también contribuirá al mayor crecimiento. A pesar de lo anterior, algunos miembros señalaron que es muy probable que el crecimiento económico

este año sea menor al anticipado hace algunos meses. En este contexto, un miembro mencionó que si se promedia el crecimiento de 1.1 por ciento registrado en 2013 y el del consenso de las expectativas de los analistas para 2014, prácticamente se tiene un crecimiento de 2 por ciento, cercano a la tendencia de los últimos trece años. Otro integrante destacó que la información más reciente confirma la conveniencia de revisar a la baja el rango esperado para el crecimiento del PIB de México en 2014.

La mayoría de los miembros de la Junta indicó que prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento de México. No obstante, también argumentó que el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado marginalmente. Adicionalmente, un miembro enfatizó que para el mediano plazo dicho balance continúa siendo al alza, con base en los posibles efectos favorables de las reformas estructurales. Profundizando sobre los riesgos para el crecimiento, un miembro indicó que la reactivación de las exportaciones se encuentra condicionada a una recuperación lo suficientemente vigorosa de la actividad económica estadounidense y que existe el riesgo de que un ajuste poco ordenado en los mercados financieros y cambiarios internacionales limite el acceso de nuestro país a fuentes externas de financiamiento. La mayoría de los integrantes de la Junta señaló como riesgo adicional para el crecimiento que la legislación secundaria relativa a las reformas estructurales no respalde su esencia o que la implementación no sea la adecuada. Algunos añadieron que esta situación podría derivar en un ambiente de decepción sobre el crecimiento del país, lo que identificaron como un riesgo que podría dar lugar a mayor volatilidad en los mercados financieros. Por su parte, un miembro insistió en que el tamaño del sector informal y la tasa de informalidad serán lastres importantes para el crecimiento en los próximos años, más allá de la recuperación cíclica que la economía comienza a mostrar. No obstante, algunos miembros recordaron que los cambios constitucionales que ya fueron aprobados significan un paso crucial en la dirección correcta, que dichos cambios constitucionales anclan la esencia de la legislación secundaria y que la contribución de estas reformas será muy favorable para el país.

La mayoría de los integrantes de la Junta consideró que los mercados financieros en México han mostrado recientemente una evolución positiva. Algunos destacaron la menor volatilidad cambiaria y de tasas de interés, la apreciación del peso frente al dólar, y cierta baja de las tasas de interés de largo plazo en lo que va del año. Uno de ellos agregó que

esta evolución ha sido similar a la de otras economías emergentes, mientras que otro sostuvo que la disminución observada en las tensiones geopolíticas y la mayor certidumbre en torno al ritmo de recuperación de la actividad económica en Estados Unidos contribuyeron al buen desempeño de los mercados financieros locales. No obstante, otro miembro argumentó que el proceso de aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos, que parece ya haber comenzado, podría generar presiones al alza para las tasas de interés de corto plazo en México. Agregó que esto, junto con un entorno de crecimiento que posiblemente sea inferior al esperado anteriormente y que no difiera de manera fundamental de la tendencia que ha mostrado la economía nacional durante los últimos diez años, podría generar un escenario más complicado para las finanzas públicas y, por ende, podría limitar el impulso fiscal previsto sobre la demanda agregada. Añadió que estos factores combinados podrían representar un riesgo para la estabilidad financiera del país. En este contexto, otro integrante puntualizó que dado el actual riesgo de volatilidad en los mercados financieros se debe subrayar la importancia de continuar orientando la política económica hacia el fortalecimiento de los fundamentos económicos del país, ya que la experiencia reciente ha mostrado que éste es el elemento principal que los inversionistas toman en cuenta al diferenciar entre economías, especialmente durante periodos de turbulencia.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que en marzo y la primera quincena de abril la inflación general mostró una tendencia a la baja y se ubicó en niveles inferiores a la cota superior del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual en torno al objetivo permanente de 3 por ciento. Un integrante añadió que la corrección en la inflación no sólo se ha dado en la dirección prevista, sino que incluso ha sido mayor a la esperada. Asimismo, la mayoría de los miembros señaló que los cambios en precios relativos que se presentaron a finales del año pasado y principios del presente, incluyendo los derivados de la reforma fiscal que entraron en vigor a principios de este año, no han dado lugar a efectos de segundo orden sobre el proceso de determinación de precios en la economía. La mayoría de los miembros asoció la disminución en la inflación general a la caída en la no subyacente, que a su vez obedeció, principalmente, a una menor variación en el subíndice de precios de los productos agropecuarios. Al respecto, uno de ellos comentó que el descenso de la inflación no

subyacente fue más pronunciado que el esperado por los analistas y que éste se debió también a una reducción de la variación en el subíndice de precios de los energéticos y de tarifas autorizadas por el gobierno. En cuanto a la inflación subyacente, la mayoría señaló que su trayectoria también presentó un buen desempeño. Añadió que, después de que su variación mensual se elevó en enero de 2014, las correspondientes a febrero y marzo fueron las menores para esos meses desde que se tiene registro. No obstante, otro puntualizó que, si bien la inflación subyacente se ha mantenido moderada, ésta ha sido superior a la esperada por el mercado.

En este contexto, la mayoría de los integrantes afirmó que las expectativas de inflación para 2014 se han ajustado a la baja y que se ubican en niveles inferiores a 4 por ciento. Asimismo la mayoría señaló que las correspondientes a horizontes de mayor plazo han permanecido estables, si bien algunos especificaron que se sitúan por encima del objetivo permanente del Banco de México. En cuanto a los pronósticos de inflación general anual para 2014 y 2015, un miembro de la Junta argumentó que éstos se mantienen similares a los de la reunión de política monetaria anterior. Al respecto, otro integrante mencionó que se espera que la inflación general registre durante la segunda mitad de 2014 niveles en promedio superiores a los observados en la primera parte del año dada una baja base de comparación, si bien un miembro más apuntó que el comportamiento de la actividad económica hace más probable que se alcance el pronóstico de una inflación por debajo del 4 por ciento a finales del presente año. Un integrante agregó que en el contexto de un ajuste de los precios de las gasolinas basado en la inflación esperada en 2015, la convergencia gradual de la inflación general a la meta de 3 por ciento durante ese año parece factible.

La mayoría consideró que el balance de riesgos asociado a la inflación se mantuvo sin cambio respecto a la reunión anterior, si bien un miembro indicó que dicho balance mejoró marginalmente. No obstante, algunos miembros precisaron que éste sigue siendo al alza, destacando que no se puede descartar un repunte de la inflación no subyacente dado que ésta es muy volátil, a lo cual uno de ellos añadió que recientemente ésta estuvo favorecida por factores estacionales. También señaló que el efecto de la reforma fiscal y la recuperación prevista de la economía probablemente dificulten descensos en la inflación subyacente como los que tuvieron lugar en 2013. Agregó que el efecto de la baja base de comparación probablemente impulse la inflación

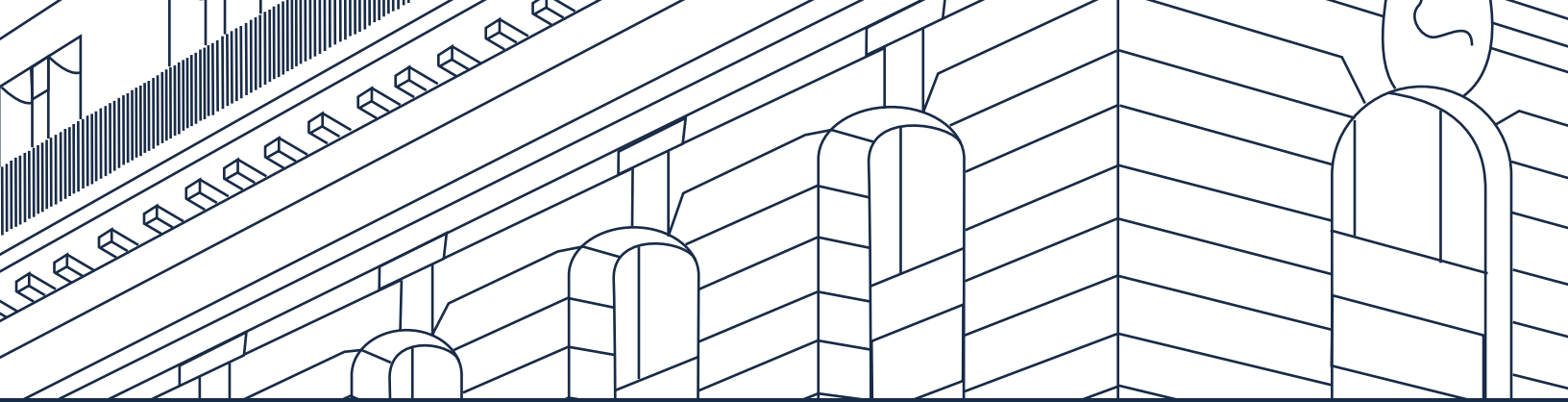
anual muy cerca del límite superior del intervalo de variabilidad durante el segundo semestre de este año. Adicionalmente, la mayoría identificó como riesgo al alza una posible depreciación del tipo de cambio. La mayoría coincidió en que el tipo de cambio podría verse presionado al alza de registrarse nuevos episodios de volatilidad financiera, los cuales podrían estar asociados al retiro del estímulo monetario en Estados Unidos o a otros factores. No obstante, un miembro enfatizó que el riesgo de mayor inflación por una posible depreciación es acotado dado el documentado bajo traspaso de las variaciones del tipo de cambio a la inflación. También sostuvo que los recientes anuncios de la Reserva Federal constituyen una señal muy importante de que el proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos será más gradual y predecible. Además, recordó que ante escenarios de volatilidad, no sólo las variaciones en el tipo de cambio, sino también la flexibilidad en las tasas de interés en México, opera como un factor de ajuste eficiente. Finalmente, subrayó que en el actual contexto de elevada holgura en la economía, prevalece un escenario de escasas presiones sobre la inflación.

Finalmente, todos los miembros de la Junta enfatizaron que se mantendrán vigilantes ante el surgimiento de cualquier factor que pudiera poner en peligro la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento y, en su caso, responder oportunamente.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en consideración lo expuesto, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad 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 9 de mayo de 2014

