



BANCO DE MÉXICO

## Minuta número 31

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 31 de octubre de 2014



## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

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

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 30 de octubre 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.

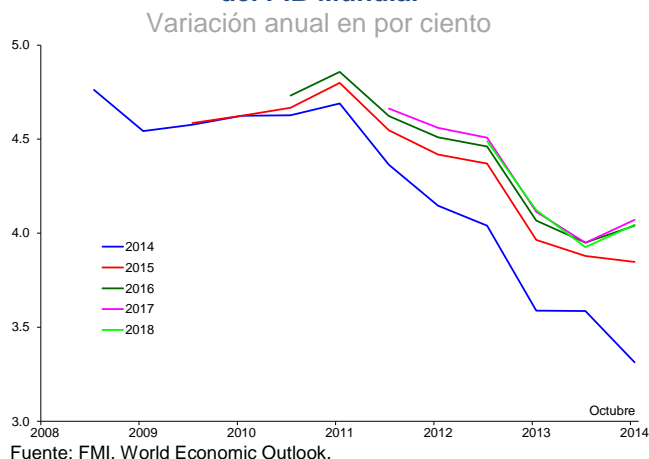
## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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 evolución reciente de la economía mundial ha mostrado nuevos indicios de debilidad y menores presiones de inflación (Gráfica 1). Ello ha dado lugar a un incremento en la incertidumbre respecto a la evolución futura de la actividad económica a nivel global y de la política monetaria en las principales economías avanzadas. A su vez, esta mayor incertidumbre se ha visto reflejada en aumentos importantes en la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

**Gráfica 1**  
**Evolución de los Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial**



En Estados Unidos, la actividad económica continuó recuperándose durante el tercer trimestre del año, apoyada por una menor restricción fiscal y la mayor disponibilidad de crédito. La producción manufacturera siguió con su tendencia positiva, en tanto que los indicadores de demanda apuntan a un gradual fortalecimiento de la inversión en equipo y a un crecimiento modesto del gasto en consumo privado. Por su parte, la recuperación de la inversión residencial siguió mostrando una ligera recuperación, aunque algunos indicadores prospectivos han causado cierta preocupación sobre la sostenibilidad de la misma.

Por su parte, las condiciones en el mercado laboral estadounidense siguieron mejorando durante el tercer trimestre. Así, diversos indicadores sugieren que la holgura en este mercado continúa reduciéndose. La tasa de desempleo disminuyó de 6.1 por ciento en agosto a 5.9 por ciento en septiembre, aunque en cierta medida debido a una nueva caída en la tasa de participación laboral. Sin embargo, no se han observado presiones salariales al alza. Por otro lado, la inflación y sus expectativas han disminuido como resultado, principalmente, de la caída en los precios de la gasolina y la apreciación del dólar.

En este contexto, en octubre, la Reserva Federal reafirmó su estrategia de un retiro gradual del estímulo monetario. En particular, reiteró que probablemente mantendrá el rango actual de la tasa de fondos federales por un tiempo considerable después de finalizado el programa de compra de valores en octubre. No obstante, el contraste entre la recuperación del mercado laboral y la evolución favorable de la inflación y sus expectativas, así como la ausencia de presiones salariales, han hecho más difícil anticipar las acciones futuras de la Reserva Federal, en particular en cuanto a la fecha del primer incremento de su tasa de referencia.

En la zona del euro, el deterioro de las encuestas de consumidores y negocios sugiere una pérdida adicional de dinamismo de la actividad económica durante el tercer trimestre. A este deterioro se agregan la persistente disminución en el otorgamiento de crédito y una débil recuperación de la inversión. Este entorno, aunado a la caída en los precios de la energía, han intensificado los riesgos de deflación en la región. En efecto, las expectativas de inflación muestran un deterioro, incluyendo las de largo plazo.

En octubre, el Banco Central Europeo (BCE) acordó los detalles operativos de las medidas de estímulo monetario anunciadas en septiembre, el programa de compra de valores respaldados por activos del sector privado no financiero, y el tercer programa de compra de bonos cubiertos emitidos por instituciones financieras. Además, enfatizó que está listo para usar instrumentos adicionales no convencionales para hacer frente al riesgo de un periodo prolongado de baja inflación.

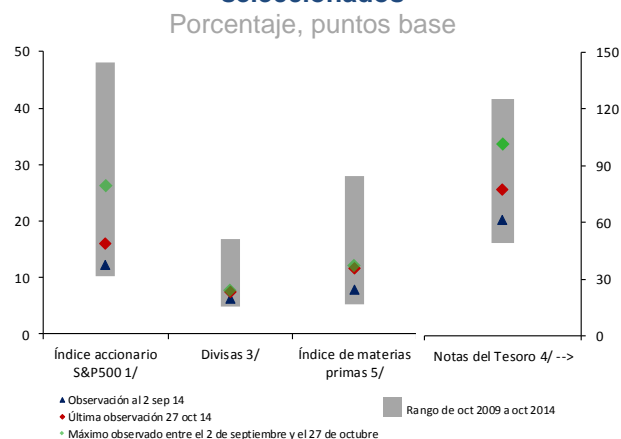
En las economías emergentes persiste, con ciertas diferencias entre países, la debilidad en su demanda interna, así como restricciones estructurales. También se han visto afectadas por el anémico crecimiento de la mayoría de las economías avanzadas. Destaca la desaceleración gradual de la economía de China, en parte atribuida a políticas para lograr un crecimiento más balanceado y menos dependiente del crédito, pero también a las vulnerabilidades existentes en los sectores residencial y crediticio.

## 2.2. Evolución financiera reciente

### 2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

El escenario de mayor incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica mundial y sobre las acciones de política monetaria que podrían tomar los bancos centrales de las principales economías avanzadas, ocasionó un incremento de la volatilidad de los mercados financieros y un ajuste de las carteras de inversión hacia activos de menor riesgo de mercado (Gráfica 2).

**Gráfica 2**  
Índices de volatilidad de mercados financieros seleccionados



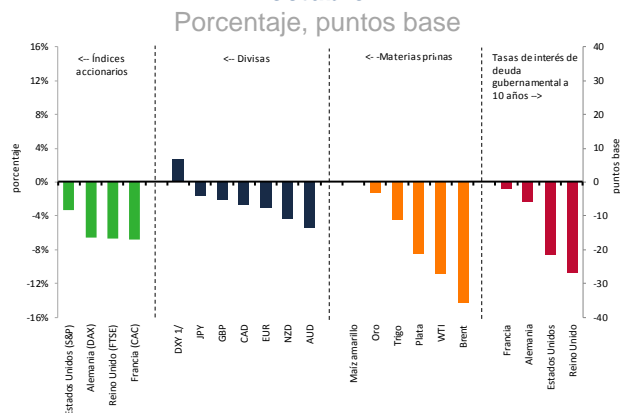
En efecto, durante septiembre y octubre se observó una importante caída de los índices accionarios, particularmente en Europa.

Adicionalmente, los precios de algunas materias primas se ajustaron drásticamente a la baja. Los precios del petróleo descendieron a sus niveles más bajos en al menos dos años, ante la expectativa de que la demanda se debilite en Asia y Europa y la oferta proveniente de Medio Oriente, norte de África y Estados Unidos continúe incrementándose.

Por el contrario, se observó una mayor demanda de activos considerados de refugio. En los mercados cambiarios, el dólar estadounidense continuó fortaleciéndose ante el mejor desempeño relativo de su economía y la consecuente expectativa de que la Reserva Federal anticipe el proceso de normalización de política monetaria, mientras que otros bancos centrales de países desarrollados continúan aflojando su postura monetaria.

Por su parte, las tasas de interés de bonos gubernamentales de los principales países desarrollados disminuyeron para alcanzar los niveles más bajos del año (Gráfica 3).

**Gráfica 3**  
Variación de indicadores financieros seleccionados del 2 de septiembre al 27 de octubre

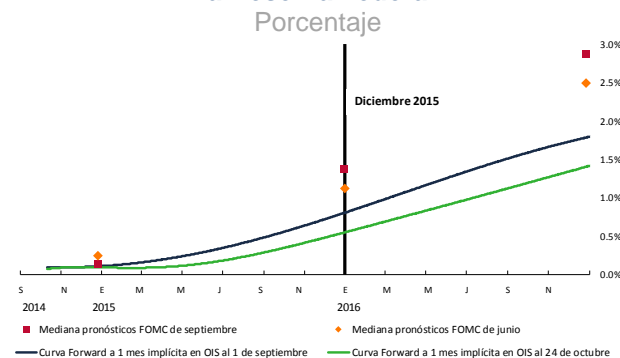


Fuente: Bloomberg.

\* La variación porcentual de los índices accionarios y de otros activos de crédito se encuentra denominada en moneda local  
1/ 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.

Tanto la inflación observada en países desarrollados, como sus expectativas, disminuyeron a niveles inferiores a los objetivos de los bancos centrales. Así, se retrasó la fecha esperada del inicio de la normalización de política monetaria en Estados Unidos (Gráfica 4) y Reino Unido, mientras que en la Eurozona y Japón no se descarta que puedan anunciarse nuevas medidas de estímulo monetario durante 2015.

**Gráfica 4**  
Trayectoria esperada de la tasa de fondos federales en los OIS\* y en las proyecciones de la Reserva Federal



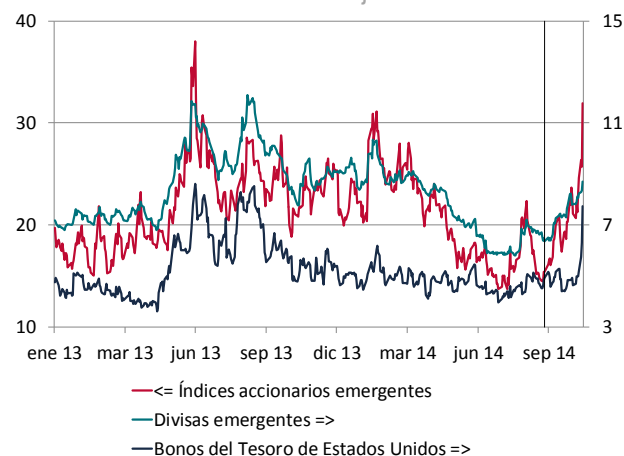
Fuente: Bloomberg.

\*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.

## 2.2.2 Mercados emergentes

Durante las últimas semanas los precios de los activos financieros de los países emergentes también mostraron una mayor volatilidad y en general un desempeño negativo. El factor principal que motivó esta mala dinámica fue la incertidumbre respecto al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Asimismo y de manera más reciente, la debilidad de los últimos indicadores de crecimiento económico a nivel global generó una aversión al riesgo adicional en los mercados, lo cual acentuó el cierre de posiciones en activos emitidos por países emergentes (Gráfica 5).

**Gráfica 5**  
Volatilidad implícita de diversos activos en el mercado de opciones



Nota: Se presenta el índice de volatilidad implícita VXEEM para los índices accionarios MSCI de mercados emergentes. Para las divisas se utiliza el índice JPMVXYEM de J.P. Morgan, el cual presenta la volatilidad implícita en las opciones a tres meses de divisas emergentes. En el caso de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se utiliza el índice VXTYN de Merrill Lynch, que presenta la volatilidad implícita de la nota gubernamental de 10 años de Estados Unidos.

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

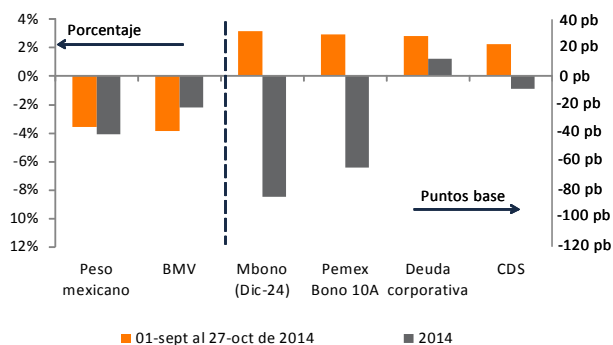
Fuente: Chicago Board Options Exchange, JPMorgan y Merrill Lynch.

## 2.2.3 Mercados en México

En México el comportamiento de los mercados financieros no fue la excepción, por lo cual los precios que se determinaron en ellos también mostraron un desempeño moderadamente negativo (Gráfica 6).

**Gráfica 6**  
**Desempeño de los activos financieros en distintos periodos**

Porcentaje y puntos base

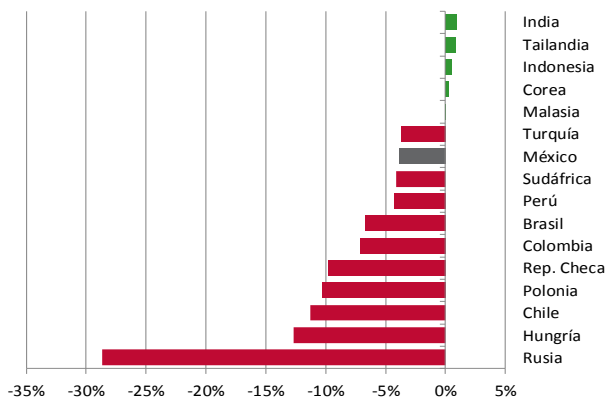


Nota: Para la deuda corporativa se presenta el diferencial de tasas de interés en dólares del CEMBI México publicado por JP Morgan.  
Fuente: Banco de México y Bloomberg.

Así, desde principios de septiembre a la fecha el peso se depreció 3.2% frente al dólar, alcanzando en este periodo su cotización los niveles máximos del año. Dicha depreciación obedeció primordialmente a la mayor aversión al riesgo que prevaleció en los mercados internacionales (causada por factores explicados a detalle con anterioridad) y no a factores específicos de la economía mexicana. Cabe destacar además que en lo que va de 2014 la depreciación acumulada de la divisa nacional ha sido mucho más moderada que la observada en otras divisas de países emergentes (Gráfica 7).

**Gráfica 7**  
**Desempeño de divisas de países emergentes frente al dólar del 1 de enero al 27 de octubre de 2014**

Porcentaje

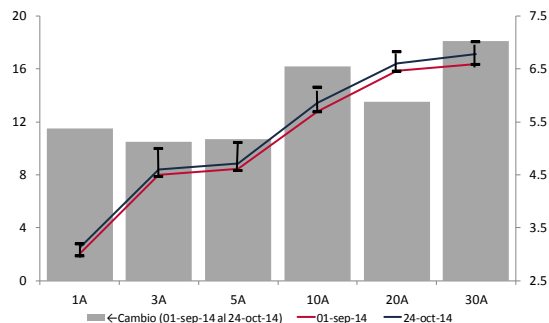


Nota: Valores positivos reflejan una apreciación de la divisa frente al dólar americano, mientras que valores negativos representan una depreciación de la divisa frente al dólar.  
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en el mercado de dinero las tasas de interés registraron incrementos moderados a lo largo de toda la curva de rendimientos (Gráfica 8). A pesar de lo anterior, dichos niveles se ubican casi 100 puntos base por debajo de los niveles de tasas de interés que prevalecían a principios de 2014.

**Gráfica 8**  
**Curva de rendimiento de valores gubernamentales**

Puntos base, porcentaje

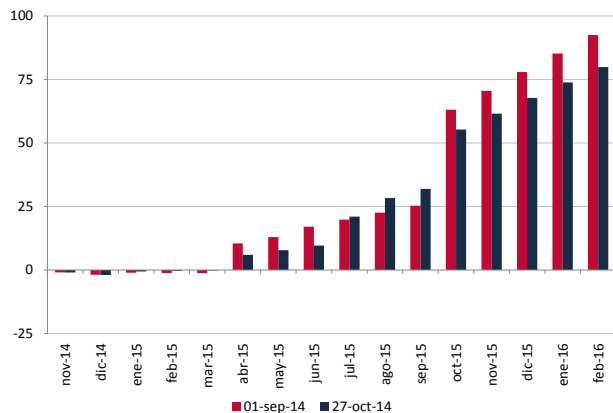


Fuente: PIP.

Es importante destacar que no obstante el desempeño negativo de los mercados financieros nacionales, los volúmenes de operación y de liquidez tanto en el mercado cambiario como en el de dinero fueron adecuados, lo que permitió que los ajustes se llevaran a cabo de manera ordenada. De hecho, la mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros no impidió que durante las últimas semanas la tenencia de los inversionistas extranjeros en instrumentos de deuda del Gobierno Federal denominados en pesos continuara incrementándose.

Finalmente, la trayectoria para la tasa objetivo de la política monetaria implícita en la estructura de la curva de rendimientos anticipa que el primer incremento de dicha tasa se presente hasta agosto de 2015, en línea con el consenso de los analistas del mercado (Gráfica 9).

**Gráfica 9**  
**Movimientos de tasa implícitos en la curva de swaps de TIE a 28 días**  
 Puntos base



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

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

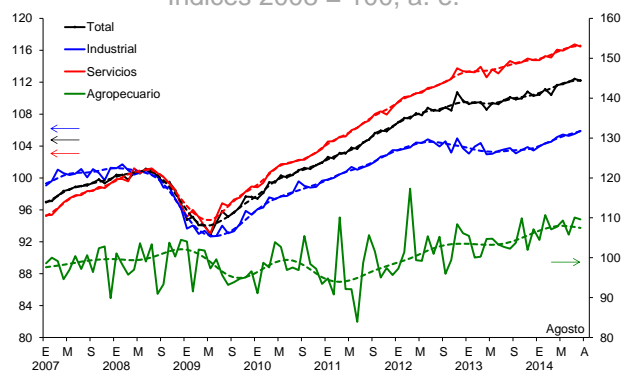
### 2.3.1. Actividad económica

Los indicadores más recientes sugieren que en el tercer trimestre de 2014 la actividad económica en México continuó la moderada recuperación que inició en el trimestre previo, luego del débil desempeño que se observó a finales de 2013 y en el primer trimestre del año en curso. Este comportamiento se derivó tanto del dinamismo que siguió registrando la demanda externa, como de una gradual reactivación de la demanda interna.

En particular, en el tercer trimestre de 2014 las exportaciones manufactureras continuaron exhibiendo la tendencia positiva que inició a finales del primer trimestre del presente año. Este comportamiento fue resultado, principalmente, del dinamismo de las exportaciones canalizadas a Estados Unidos. En cuanto a la demanda interna, la información oportuna sobre la evolución del consumo privado y de la inversión fija sugiere que en el tercer trimestre de 2014 estos rubros mantuvieron la moderada recuperación que se observó en el periodo abril-junio del año en curso.

El comportamiento descrito de la demanda externa y del gasto interno condujo a que en el bimestre julio-agosto de 2014 la actividad productiva haya continuado mostrando una tendencia positiva, si bien el IGAE de agosto reportó una caída mensual desestacionalizada (Gráfica 10). Así, se anticipa que en el tercer trimestre tanto la producción industrial, como los servicios, habrán presentado una trayectoria creciente, pero moderada.

**Gráfica 10**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**  
 Índices 2008 = 100, a. e.



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

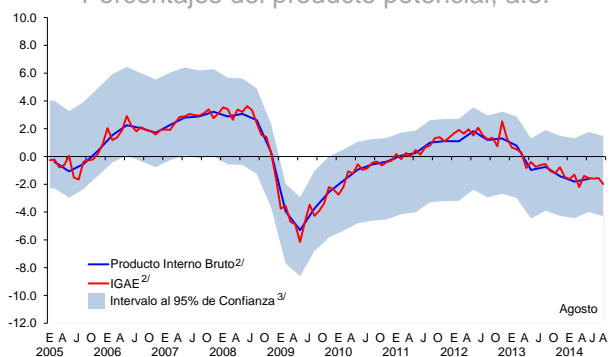
### 2.3.2. Inflación

#### 2.3.2.1. Determinantes de la inflación

A pesar de la recuperación en el dinamismo de la actividad económica en el segundo trimestre de 2014 y en los primeros meses del tercero, la debilidad que ésta había mostrado desde mediados de 2012 condujo a que aún persistan condiciones de holgura en la economía (Gráfica 11). En congruencia, no se han registrado presiones sobre la inflación por el lado de la demanda agregada. Sin embargo, dado el crecimiento que se anticipa para la actividad productiva, se estima que dicha holgura disminuya en los siguientes trimestres.



**Gráfica 11**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>**  
 Porcentajes del producto potencial, a.e.



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

2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2014; cifras del IGAE a agosto 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.

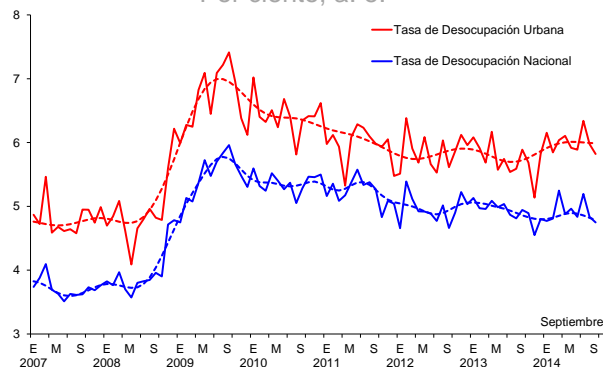
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

En cuanto al mercado laboral, los datos más oportunos sugieren que las condiciones de holgura han comenzado a reducirse. Si bien las tasas de desocupación nacional y urbana permanecieron en niveles superiores a los observados a finales de 2013, dichas tasas exhibieron cierta disminución en agosto y septiembre respecto a lo registrado en julio (Gráfica 12). Por su parte, a pesar del aumento reciente en la tasa de variación anual del salario base de cotización en el IMSS, la reducción en el ingreso promedio real de la población ocupada y la tendencia de la productividad laboral se han reflejado en que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto continúen en niveles bajos.

En cuanto al financiamiento interno al sector privado, en el tercer trimestre del año se observó una moderación en su tasa de crecimiento. Ello como reflejo, en lo principal, de una desaceleración en el crecimiento del financiamiento a las empresas privadas no financieras, muchas de las cuales contrataron financiamiento en el exterior. Por su parte, el crédito a los hogares continuó mostrando una evolución mixta en los distintos segmentos que lo componen. En particular, mientras que la cartera hipotecaria de la banca comercial mantuvo el dinamismo que mostró en el segundo trimestre del año, el crédito al consumo continuó desacelerándose, especialmente el segmento de tarjetas de crédito. En este contexto, las tasas de interés y los índices de morosidad, en general, continúan en niveles bajos y sin mostrar cambios significativos, apuntando así a la ausencia de

presiones de demanda en los mercados de fondos prestables.

**Gráfica 12**  
**Tasas de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**  
 Por ciento, a. e.



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

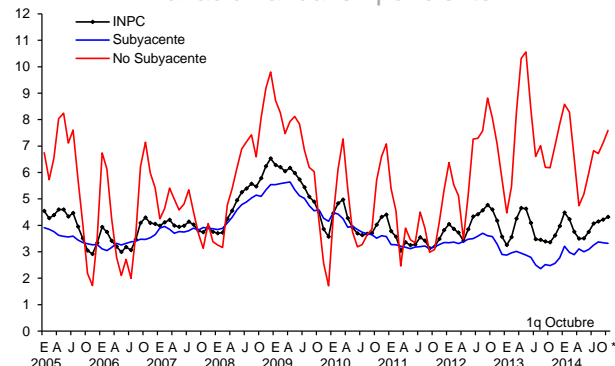
1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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.

### 2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

La evolución de la inflación en el año ha sido, en términos generales, acorde a lo esperado por el Banco de México. Sin embargo, en el tercer trimestre ésta se ubicó por arriba de 4 por ciento debido, principalmente, a incrementos en el precio relativo de productos cárnicos derivado de choques de oferta a nivel global sobre estos productos. Así, la inflación general anual pasó de 4.07 por ciento en la primera quincena de agosto de 2014 a 4.32 por ciento en la primera quincena de octubre (Gráfica 13).

**Gráfica 13**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento

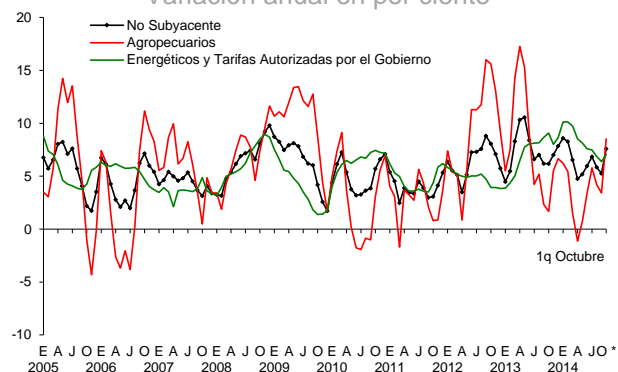


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual se ha mantenido en niveles cercanos a 3 por ciento. En particular, se ubicó en 3.34 por ciento en la primera quincena de agosto y 3.32 por ciento en la primera quincena de octubre (Cuadro 1). Esta evolución resultó de menores tasas de crecimiento en el subíndice de precios de las mercancías y de un ligero incremento en la inflación del subíndice de servicios (Cuadro 1).

Entre la primera quincena de agosto de 2014 y la primera quincena de octubre, la inflación no subyacente anual aumentó de 6.50 a 7.59 por ciento (Gráfica 14 y Cuadro 1). Este incremento estuvo asociado al comportamiento del subíndice de precios de productos agropecuarios, el cual enfrentó presiones al alza por efecto de los choques de oferta señalados sobre los precios de la carne de res y de cerdo, si bien éste último, en el margen, presenta indicios de estabilización. Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno continuó registrando elevadas tasas de crecimiento anual, aunque éstas presentaron una ligera reducción (Gráfica 14 y Cuadro 1).

**Gráfica 14**  
**Subíndices No Subyacentes**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) se encuentran estables y cercanas a 3 por ciento, en tanto que la prima por riesgo inflacionario se mantiene en niveles bajos. De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario continúa situándose en niveles cercanos a su mínimo histórico. La reducción que ha exhibido dicha compensación apunta a que los

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

Por su parte, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado se han mantenido estables alrededor de 3.5 por ciento. Las correspondientes al cierre de 2014 han aumentado como reflejo de los choques de oferta señalados, aunque se mantienen por debajo de 4 por ciento.

Se prevé que en octubre y noviembre la inflación general anual se ubique por arriba de 4 por ciento. No obstante, al deshacerse los efectos de cambios en precios relativos ocurridos en noviembre y diciembre de 2013, se espera que la inflación cierre el año en niveles alrededor de 4 por ciento. A principios de 2015 se anticipa que la inflación disminuya considerablemente, debido al desvanecimiento del efecto aritmético asociado a las modificaciones fiscales de inicios de 2014, así como a la eliminación de los cobros por larga distancia telefónica, lo que aunado a una menor tasa de variación anual en los precios de las gasolinas, permite anticipar que hacia mediados de 2015 la inflación se ubicará alrededor de 3 por ciento. Las estimaciones para la inflación subyacente la ubican cercana a 3 por ciento al cierre del año y por debajo de ese nivel en 2015.

A pesar de lo anterior, como riesgos a la baja respecto a la previsión para la inflación destaca la posibilidad de que la actividad económica en México presente un menor dinamismo y el que pudieran observarse reducciones adicionales en los precios de los servicios de las telecomunicaciones. Por el contrario, como riesgos al alza conviene señalar que no se pueden descartar episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales que den lugar a ajustes adicionales en el tipo de cambio. No obstante, dado el bajo traspaso de variaciones cambiarias a precios, se esperaría que el efecto sobre la inflación sería moderado y transitorio. Adicionalmente, como riesgo al alza existe la posibilidad de que, en su caso, incrementos en los salarios mínimos mayores a la inflación y al crecimiento de la productividad esperados afecten la evolución de la inflación.



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

Concepto	Diciembre 2013	Agosto 1q 2014	Octubre 1q 2014
<b>INPC</b>	<b>3.97</b>	<b>4.07</b>	<b>4.32</b>
<b>Subyacente</b>	<b>2.78</b>	<b>3.34</b>	<b>3.32</b>
<b>Mercancías</b>	<b>1.89</b>	<b>3.58</b>	<b>3.46</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.67	5.35	5.30
Mercancías no Alimenticias	1.26	2.15	1.97
<b>Servicios</b>	<b>3.54</b>	<b>3.14</b>	<b>3.20</b>
Vivienda	2.19	2.07	2.13
Educación (Colegiaturas)	4.42	4.14	4.31
Otros Servicios	4.69	4.00	4.02
<b>No Subyacente</b>	<b>7.84</b>	<b>6.50</b>	<b>7.59</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>6.67</b>	<b>5.63</b>	<b>8.53</b>
Frutas y Verduras	13.89	-0.13	1.82
Pecuarios	2.43	8.82	12.36
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>8.65</b>	<b>7.03</b>	<b>7.02</b>
Energéticos	8.30	7.81	7.86
Tarifas Autorizadas por Gobierno	9.32	5.71	5.52

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 de Gobierno afirmó que la economía mundial ha mostrado nuevas señales de debilidad y que el balance de riesgos para su crecimiento se ha deteriorado. Todos los miembros de la Junta indicaron que la actividad económica de México parece haber continuado su recuperación durante el tercer trimestre. La mayoría añadió que el balance de riesgos para el crecimiento de México se ha mantenido sin cambio respecto a la reunión de política monetaria anterior. Asimismo, sostuvo que prevalecen condiciones de holgura en la economía, aunque se espera que continúen cerrándose en los siguientes trimestres. Adicionalmente, anticiparon que la inflación general presente una reducción significativa a principios de 2015 y argumentaron que a partir de mediados de ese año se espera que converja a alrededor de 3 por ciento. Al respecto, la mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación también se mantiene sin cambios respecto a la reunión anterior.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó que la reactivación de la actividad económica mundial ha presentado nuevos indicios de debilidad. En este sentido, uno de ellos recordó que recientemente el Fondo Monetario Internacional revisó a la baja sus pronósticos de crecimiento mundial para el año en curso y los dos siguientes, además de que puntualizó que la expectativa para 2015 sigue estando por debajo de lo que podría considerarse como normal. Asimismo, otro agregó que se proyecta una marcada divergencia en la evolución de las principales economías. En este contexto, la mayoría de los integrantes consideró que, si bien se espera que la economía mundial se fortalezca gradualmente en 2015, los riesgos para el escenario de crecimiento global se han ajustado a la baja. Al respecto, uno de ellos destacó que en las últimas semanas se ha incrementado la incertidumbre en relación a la evolución futura de la actividad económica mundial y otros consideraron que la situación externa es bastante compleja y no muy alentadora.

En este sentido, algunos miembros explicaron que en los últimos meses ha imperado cierto pesimismo en la economía mundial, derivado de la perspectiva

de bajo crecimiento global, en particular de la zona del euro. Uno de ellos señaló tres motivos que han venido discutiéndose a nivel global por los que podría anticiparse un bajo crecimiento en los siguientes años. En primer lugar, argumentó que, como resultado de un aumento importante en el nivel global de ahorro, existen presiones a la baja sobre las tasas de interés reales de corto plazo en países avanzados, de modo que en equilibrio el balance de la inversión y el ahorro sólo se puede dar a niveles negativos de las tasas reales de interés de corto plazo. Explicó que esta situación se complica debido a que las tasas de referencia de muchos bancos centrales han tocado el límite de cero (situación conocida como “*secular stagnation*”). En segundo lugar, subrayó que los niveles de deuda históricamente altos de diversas economías avanzadas reducen las posibilidades de una recuperación relativamente rápida de la demanda. En tercer lugar, mencionó que existe incertidumbre sobre la velocidad y la naturaleza de la innovación y el cambio tecnológico en el futuro previsible, y en qué medida dicho proceso de cambio tecnológico podría afectar el ritmo de crecimiento de la productividad en el futuro. Con base en las razones mencionadas, concluyó que es muy difícil hacer un pronóstico de largo plazo de la evolución de la economía global, si bien consideró que posiblemente la tasa de crecimiento potencial vaya a mostrar una reducción, por lo menos en los siguientes años, con respecto a lo que se registró durante el último siglo. Al respecto también agregó que se prevé que China e India, que son motores importantes de la economía global, registren tasas de crecimiento por debajo de sus promedios históricos, debido a que no existe evidencia empírica de que algún país pueda mantener tasas elevadas de crecimiento por periodos tan prolongados.

Todos los miembros de la Junta señalaron que la actividad económica en Estados Unidos continuó consolidando su proceso de recuperación en el tercer trimestre de 2014. Un integrante señaló que la expansión se reflejó en varios indicadores. Otro indicó que la tasa de crecimiento que ha presentado esta economía fue superior a su potencial. Adicionalmente, la mayoría de los integrantes sostuvo que se espera que la tasa de crecimiento de ese país siga fortaleciéndose, sustentada, según un integrante, en la postura de política monetaria, en una política fiscal menos restrictiva y en las mejoras de los balances de los hogares y las empresas. No obstante, la mayoría de los miembros indicó que este escenario de crecimiento podría verse afectado por una tendencia a la apreciación del dólar y por el debilitamiento de la recuperación mundial.

Todos los integrantes de la Junta destacaron que, si bien la expectativa de mercado es de una postergación del momento en que tendrá lugar el primer incremento de la tasa de referencia de la política monetaria en Estados Unidos, continúa existiendo una elevada incertidumbre al respecto. Algunos puntualizaron que esta incertidumbre se refleja en la discrepancia entre las expectativas de mercado sobre las referidas tasas y los pronósticos de los integrantes del Comité Federal de Mercado Abierto, lo que según uno de los miembros de la Junta de Gobierno incrementó el riesgo de un cambio abrupto de sentimiento en los mercados. No obstante, otro miembro de la Junta de Gobierno señaló que en su más reciente reunión, ese Comité redujo algo la incertidumbre con su evaluación positiva del desempeño y las perspectivas de la economía de Estados Unidos. La mayoría señaló que las menores presiones inflacionarias, las expectativas de inflación por debajo de su objetivo y la ausencia de presiones salariales, en un contexto en el que parecería haber menor holgura en el mercado laboral, hacen complejo anticipar las acciones futuras de la Reserva Federal. La mayoría consideró que persisten dificultades para evaluar el grado de holgura en el mercado laboral, dada la complejidad para distinguir entre los factores estructurales y cíclicos que han influido en su evolución. Uno de ellos argumentó que entre las razones por las que podrían haberse dado cambios estructurales en el mercado laboral se encuentran la histéresis, la relativamente baja movilidad dentro del mismo, los costos “de empate” entre demanda y oferta, y la depreciación de capital humano de las personas que han permanecido desempleadas por periodos largos. Por otra parte, algunos miembros argumentaron que el reto que representa evaluar la fortaleza de la recuperación del crecimiento económico de Estados Unidos también ha complicado la lectura en torno al posible curso de la política monetaria de ese país. Otro consideró que un factor adicional que ha contribuido a generar incertidumbre es la dificultad para extraer señales claras de los mensajes de políticas de “guía futura”, dado que éstas son intertemporalmente inconsistentes.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que en la zona del euro se ha observado una marcada pérdida de dinamismo en la actividad económica, junto con reducciones adicionales en la inflación. También señaló que en respuesta a este entorno, el Banco Central Europeo puso en marcha nuevas medidas de estímulo monetario y agregó que se espera que se instrumenten acciones adicionales en el futuro en caso de ser necesario. No obstante,

algunos integrantes consideraron que existen dudas acerca de la efectividad de dichas medidas. Adicionalmente, la mayoría arguyó que prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento en esa región. En particular, algunos advirtieron sobre el insuficiente progreso en los esfuerzos de cambio estructural. Asimismo, algunos miembros agregaron como riesgo la contracción del crédito, en un contexto de debilidad de la banca en la zona. Además, uno de ellos añadió el alto endeudamiento de los hogares y de los gobiernos, el elevado desempleo y las tensiones geopolíticas prevalecientes. De manera relacionada, la mayoría de los integrantes notó que, si bien la actividad económica en el Reino Unido continúa expandiéndose, la desaceleración de Europa continental puede afectar el crecimiento de ese país y le representa un riesgo importante. En este contexto, un miembro apuntó que se ha reducido la posibilidad de un ajuste de su política monetaria hacia la normalización, aunque otro opinó lo contrario. Por otra parte, algunos integrantes mencionaron que Japón continúa enfrentando importantes retos para el crecimiento a pesar de una política monetaria muy expansionista que se ha instrumentado en ese país.

La mayoría de los miembros señaló que el crecimiento de varias economías emergentes continuó desacelerándose, destacando en particular los casos de China, Brasil y Rusia. Algunos miembros indicaron que el dinamismo de las economías emergentes se ha visto afectado negativamente por la debilidad en el crecimiento de la gran mayoría de las avanzadas. Uno de ellos añadió que los episodios de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, la tendencia a la baja de los precios de las mercancías básicas, conflictos geopolíticos, y factores de naturaleza política, también han afectado la actividad económica de los países emergentes. Adicionalmente, consideró que en algunas de estas economías se han hecho más evidentes los obstáculos estructurales para el crecimiento.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó que han continuado los bajos niveles de inflación externa, en un entorno de bajo crecimiento económico global y de disminuciones en los precios de la mayoría de los productos primarios, en especial del petróleo. Al respecto, un miembro indicó que en la zona del euro, de hecho, persiste el riesgo de deflación, mientras que otro señaló la situación de elevadas tasas de inflación y de retos monetarios que enfrentan muchas de las economías emergentes. La mayoría aclaró que la caída en el

precio de las materias primas se puede asociar a la desaceleración de la economía mundial y a la apreciación generalizada del dólar. Asimismo, en cuanto a la caída en el precio de petróleo, un miembro explicó que, por una parte, se ha registrado una disminución en su demanda debido a la menor dependencia del petróleo de algunas economías, y por otra parte, la oferta se ha expandido, sobre todo en Estados Unidos, además de que podría continuar reactivándose en países como Libia o Irak. Añadió que si bien es difícil pronosticar el comportamiento del precio del petróleo, algunos analistas prevén que la disminución podría revertirse.

En este contexto, la mayoría de los miembros de la Junta anticipó que la postura monetaria en gran parte de las economías avanzadas y de las emergentes continuará siendo acomodaticia en los siguientes trimestres, si bien también afirmaron que se prevé que la diferencia entre las posturas monetarias de las principales economías avanzadas se acentúe en el mediano plazo. Por su parte, un miembro explicó que un entorno de crecimiento por debajo del observado antes de la crisis global podría conducir a tasas de interés de equilibrio más bajas. Detalló que una explicación que se ha manejado es que la reducción en las tasas se podría deber a que la política monetaria ha reaccionado agresivamente durante las recesiones, mientras que no ha reaccionado de esta manera en fases de expansión, lo que conduciría a un sesgo a la baja en las tasas de interés. Por otro lado, señaló que las menores tasas también podrían deberse a que después de la crisis la oferta de activos que proveen rendimientos libres de riesgo se ha reducido de manera importante.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la volatilidad de los mercados financieros internacionales se incrementó significativamente en las últimas semanas. La mayoría señaló como los factores principales detrás de dicho aumento el pesimismo que prevalece en el mercado respecto al crecimiento económico mundial, la posibilidad de una deflación en la zona del euro, la incertidumbre en torno a la normalización anticipada de la política monetaria en Estados Unidos y el Reino Unido, el agravamiento de riesgos geopolíticos y la alarma por la epidemia de ébola. La mayoría de los integrantes aseveró que en el entorno citado se depreciaron las monedas de las economías emergentes frente al dólar estadounidense. Asimismo, uno de ellos agregó que aumentaron los diferenciales de rendimiento de diversos instrumentos de deuda privada en Estados Unidos, así como las tasas de interés de deuda gubernamental de los países

periféricos de la zona del euro. Añadió que los índices accionarios cayeron y que el dólar alcanzó su nivel más alto desde 2010. También afirmó que el mayor nerviosismo condujo a una reasignación de carteras en favor de aquellos activos considerados refugio más seguro. En este entorno, si bien la mayoría de los integrantes afirmó que en los últimos días han mejorado las condiciones en los mercados financieros, la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad que reduzcan los precios de activos financieros de las economías emergentes es elevada. En este sentido, uno de ellos externó que los recientes acontecimientos constituyen un nuevo recordatorio, particularmente para las economías emergentes, sobre la necesidad de fortalecer sus políticas macroeconómicas.

Todos los miembros de la Junta indicaron que la información más oportuna sugiere que la reactivación de la actividad económica de México observada desde el segundo trimestre del año continuó durante el tercero, aunque la mayoría señaló que quizá a un paso más moderado. Añadieron que este desempeño fue reflejo, sobre todo, del dinamismo de la demanda externa, si bien también se observó una gradual recuperación del consumo y la inversión e, inclusive, cierta mejoría en el gasto en construcción. No obstante, un miembro notó que la confianza del consumidor continúa débil. En este contexto, otro integrante señaló que en julio, al igual que en los tres meses anteriores, el IGAE registró una expansión mensual desestacionalizada, y agregó que la moderada disminución que presentó este indicador en agosto fue resultado de cierto debilitamiento de los servicios y no representa un cambio de tendencia.

Un miembro de la Junta aseveró que es de esperarse que el repunte cíclico que la economía mexicana ha exhibido desde el segundo trimestre continúe durante el resto de 2014 y en 2015, y consideró que sigue vigente la expectativa de un crecimiento por encima del potencial para dicho periodo. Indicó que la expansión prevista estaría sustentada en el crecimiento de la economía de Estados Unidos, en las políticas de estímulo fiscal y monetario, así como en el efecto sobre la demanda interna que tendrá una mejoría en la confianza de los productores y consumidores. Algunos miembros añadieron que se prevé una aceleración del gasto público en los próximos meses que se refleje en el dinamismo de la actividad económica. No obstante, un miembro sostuvo que las perspectivas de crecimiento para México se han deteriorado como resultado de la debilidad que ha registrado recientemente la economía mundial y la

incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros.

A pesar de la intensificación de los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que las perspectivas de la evolución de la economía de Estados Unidos, junto con las reformas estructurales recientemente aprobadas, hacen que el balance de riesgos para el crecimiento económico de México permanezca sin cambio respecto a la reunión de política monetaria anterior. Un miembro especificó que considera que dicho balance se mantiene al alza, mientras que otro señaló que aunque existen riesgos al alza para el escenario de crecimiento, en las últimas semanas se han hecho más evidentes algunos riesgos a la baja. En particular, este último indicó que, como se mencionó, se han incrementado el nerviosismo y los riesgos de episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales. Asimismo, la mayoría arguyó que descensos adicionales en la producción o en el precio del petróleo podrían incidir negativamente en la actividad económica. Finalmente, la mayoría agregó que los recientes acontecimientos sociales en el país podrían deteriorar los niveles de confianza de los agentes económicos, locales y extranjeros, con su consecuente efecto adverso sobre la inversión.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que no obstante la recuperación que ha mostrado la actividad productiva, la brecha del producto continúa siendo negativa, si bien indicó que está disminuyendo. En el mismo sentido, algunos miembros estimaron que en el mercado laboral persisten márgenes de holgura, a lo que uno añadió que las tasas de desempleo continúan ubicándose por encima de las observadas antes del inicio de la crisis financiera global. En este contexto, la mayoría coincidió en que no se perciben ni se anticipan en los siguientes trimestres presiones de demanda sobre los precios. No obstante, un integrante afirmó que el mercado laboral podría estar experimentando cambios estructurales que impliquen una mayor tasa de desempleo de equilibrio y afirmó que se ha complicado la lectura de la fase por la que está atravesando la economía, en particular el tamaño de la holgura prevaleciente.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que la inflación general se ha mantenido en niveles superiores a 4 por ciento en los últimos meses, aunque algunos arguyeron que esta trayectoria debiera revertirse en el corto plazo, ya que obedece a factores de naturaleza transitoria. La mayoría de

los integrantes identificó como causa de lo anterior el aumento de los precios de algunos productos pecuarios y sus derivados. Uno de ellos también asoció dicho incremento al comportamiento de los precios de ciertos servicios. Por su parte, un miembro consideró que el deterioro en la inflación ha ocurrido a pesar de la caída de los precios de la telefonía durante 2014 y de la desaceleración en la variación anual de los precios de los energéticos y tarifas autorizadas por diferentes niveles de gobierno. Finalmente, la mayoría de los integrantes resaltó que la inflación subyacente se ha mantenido en niveles cercanos al 3 por ciento.

La mayoría de los miembros de la Junta afirmó que espera que la inflación general se sitúe alrededor de 4 por ciento al cierre de 2014, y uno de ellos puntualizó que es probable que octubre sea el mes en que se registre su mayor nivel de los últimos meses. Otro mencionó que la base de comparación elevada a finales de 2013, las condiciones de holgura que prevalecen en la economía y la estabilidad de las expectativas de inflación son elementos que sustentan este pronóstico. La mayoría también sostuvo que anticipa que la inflación general muestre una disminución importante a principios de 2015. La mayoría argumentó que para mediados de ese año se espera que la inflación converja a 3 por ciento y se mantenga alrededor de ese nivel. Indicó que dichas previsiones se fundamentan en el desvanecimiento del efecto de las modificaciones fiscales que entraron en vigor al inicio de 2014, en el anunciado incremento para 2015 de los precios de las gasolinas con base en las expectativas de inflación, en la dilución del impacto de los cambios en precios relativos, y en la postura de política monetaria, que buscará asegurar que los cambios en precios relativos que han afectado a la inflación no tengan efectos de segundo orden. Un integrante añadió que a la trayectoria de la inflación en 2015 contribuirá una conducción ordenada de las finanzas públicas, al tiempo que otro consideró que ésta también se verá favorecida por la eliminación de las tarifas telefónicas de larga distancia nacional. En cuanto a los pronósticos de inflación subyacente, la mayoría prevé que ésta se ubique cerca del 3 por ciento al final de 2014 y por debajo de dicho nivel en 2015.

La mayoría de los integrantes indicó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han mantenido estables. Uno de ellos especificó que aquellas medidas con base en información de mercado se han situado en un nivel cercano al 3 por ciento, si bien otros miembros sostuvieron que se han mantenido por encima de la meta inflacionaria.

En cuanto a las expectativas de corto plazo, un miembro señaló que la persistencia de la inflación por encima del límite superior de la banda de variabilidad en torno a la meta de 3 por ciento, y en algunos casos por encima de lo previsto, ha contribuido a su corrección al alza para el cierre de 2014.

La mayoría de los miembros de la Junta indicó que el balance de riesgos para la inflación se mantiene sin cambio respecto a la decisión anterior. Uno de ellos destacó que éste es al alza, subrayando que, en la coyuntura actual en la que probablemente la inflación se ubique por arriba de 4 por ciento durante dos tercios del presente año, los riesgos al alza son particularmente importantes. Además, argumentó que será de especial relevancia que el próximo año la inflación converja a 3 por ciento, dada la conveniencia de que los fundamentos monetarios contribuyan a proteger al país ante la volatilidad financiera. Por su parte, otro integrante consideró que los riesgos al alza para la inflación se han acentuado. Entre los riesgos al alza, la mayoría señaló la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que den lugar a una depreciación del tipo de cambio aún mayor a la observada en las últimas semanas. Asimismo, sostuvo que un incremento considerable del salario mínimo desvinculado del comportamiento de la productividad constituiría otro factor de riesgo. Algunos añadieron que la volatilidad característica de los precios de algunos bienes y servicios que conforman el componente no subyacente de la inflación, especialmente el de los precios pecuarios, también puede incidir sobre la trayectoria de los precios. Adicionalmente, uno de ellos enfatizó que, en vista de la evolución esperada de la actividad económica, no pueden descartarse presiones inflacionarias por el lado de la demanda, en particular si se considera la incertidumbre inherente a la evaluación del grado de holgura en la economía. En cuanto a los riesgos a la baja, la mayoría advirtió que existe la posibilidad de que disminuyan aún más los precios de los servicios de telecomunicaciones. También mencionaron el riesgo de una evolución de la actividad económica menos dinámica que la prevista.

Al igual que las demás economías emergentes, México no se ha visto exento de los efectos del importante aumento que recientemente se observó en la volatilidad de los mercados financieros internacionales, señaló la mayoría. Agregaron que se registró un ajuste a la baja del índice de la Bolsa Mexicana de Valores, acompañado por incrementos

marginales de las tasas de interés y una depreciación del peso. La mayoría calificó dicha depreciación como moderada, si bien un integrante notó que el tipo de cambio alcanzó el nivel más alto del año. La mayoría destacó que la respuesta ordenada de los mercados financieros de México atestigua la fortaleza de los mismos. Uno de ellos añadió que es ampliamente reconocido que la economía mexicana se encuentra bien posicionada para hacer frente a estos retos, en virtud de la solidez de sus fundamentos macroeconómicos, la situación de estabilidad financiera, y las perspectivas de crecimiento favorables generadas tras la culminación del proceso legislativo de las reformas estructurales.

La mayoría de los integrantes advirtió que la evolución a la baja en el precio del petróleo, junto con potenciales reducciones adicionales en la plataforma de exportación de este recurso, constituyen una posible fuente de fragilidad para la economía mexicana, en particular por su efecto sobre los requerimientos financieros del sector público y la cuenta corriente. Adicionalmente, uno de ellos apuntó que la posible alza en las tasas de interés derivada del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos también constituye un riesgo para las finanzas públicas. Explicó que si bien éstas han acomodado en parte los riesgos a través de la compra de coberturas petroleras y de una mayor recaudación tributaria, es necesario tener una postura fiscal más precautoria en un entorno en el que se anticipan elevados niveles de los requerimientos financieros del sector público para este año y el siguiente, los cuales se espera repercutan sobre la evolución de la cuenta corriente no petrolera. En este contexto, arguyó que si bien la postura macroeconómica ha sido la apropiada, no considera que actualmente haya margen para expandir el impulso fiscal aún más, particularmente dado que no se debe perder de vista el objetivo de estabilidad financiera. Explicó que, por una parte, las finanzas públicas enfrentan los riesgos ya mencionados, mientras que ya no existe espacio para relajamientos adicionales de la política monetaria, que ha sido un apoyo importante para la recuperación del crecimiento. Agregó que la política monetaria tendrá que estar atenta a reaccionar, de ser necesario, tanto a los choques de oferta, en un entorno de disminución de la holgura en la economía, como ante la incertidumbre en la postura monetaria de Estados Unidos. En este sentido, concluyó que la actual postura expansiva de la política macroeconómica deberá irse tornando a una postura más precautoria. Detalló que, en particular, en caso de ser necesario, la política fiscal podría



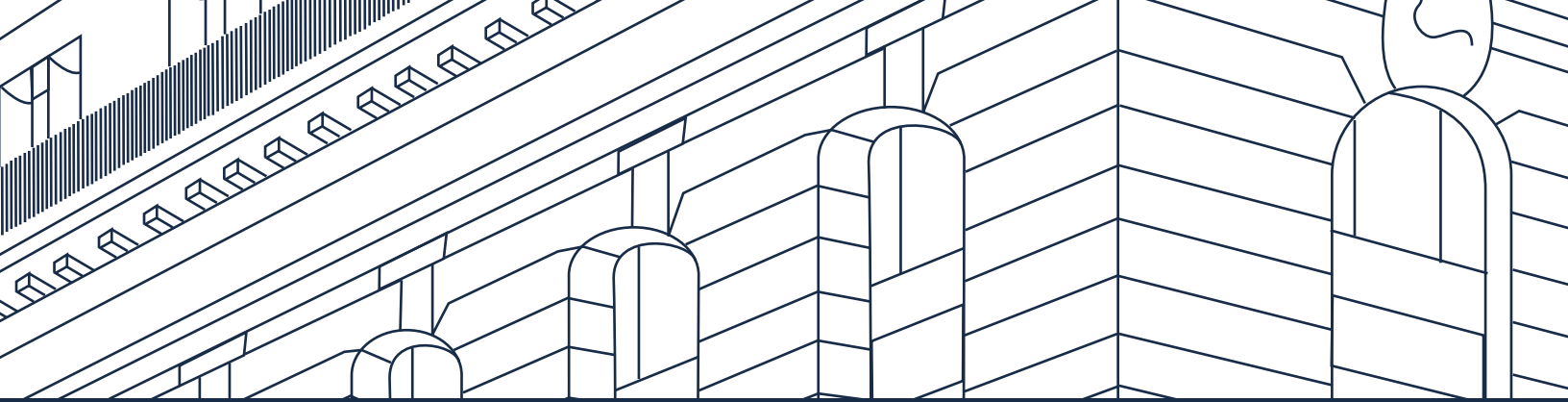
contribuir a acomodar la depreciación del tipo de cambio real y a liberar presiones sobre las tasas, mientras que la política monetaria deberá estar atenta a mantener ancladas las expectativas de inflación y las tasas de más largo plazo, conservando en sus mínimos históricos las actuales primas de riesgo inflacionario. Todo ello ante la expectativa del comienzo del incremento en las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos.

Finalmente, la mayoría coincidió en que, en un contexto en que el grado de incertidumbre en la economía mundial ha aumentado y no hay indicios de que vaya a reducirse en el corto plazo, es necesario preservar, o incluso fortalecer, los fundamentos macroeconómicos y con ello la percepción interna y externa sobre la solidez de la economía del país. Uno de ellos agregó que ello implica la adopción de políticas prudentes y flexibles, tanto en materia macroeconómica, como de estabilidad financiera, además de una adecuada implementación de las reformas estructurales.

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

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

Hacia adelante, se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. En particular, vigilará la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista, incluyendo el posible impacto de la implementación de las reformas estructurales, y la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos. Todo esto con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 14 de noviembre de 2014

