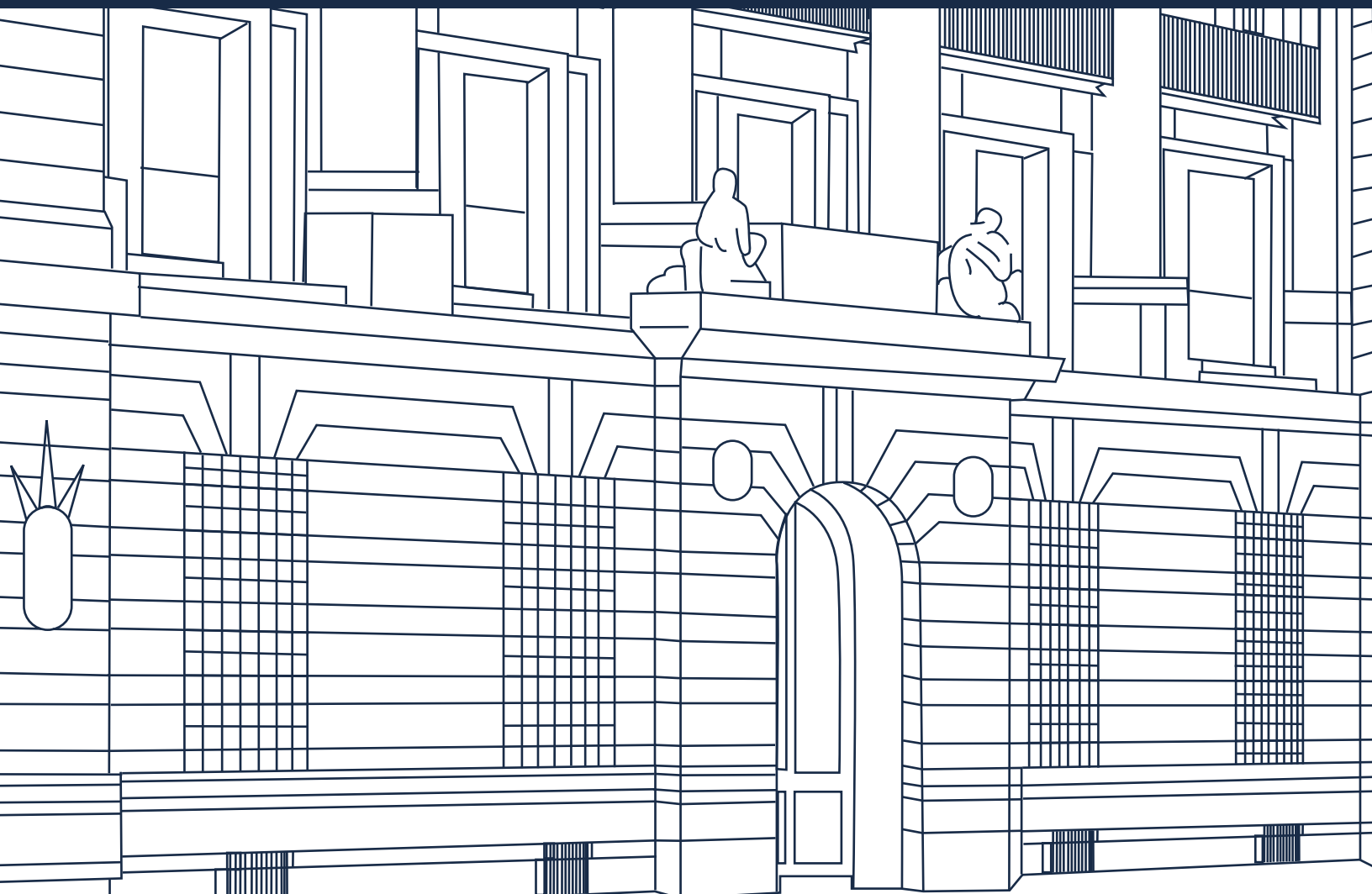




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 23

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 25 de octubre de 2013



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 octubre de 2013.

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.

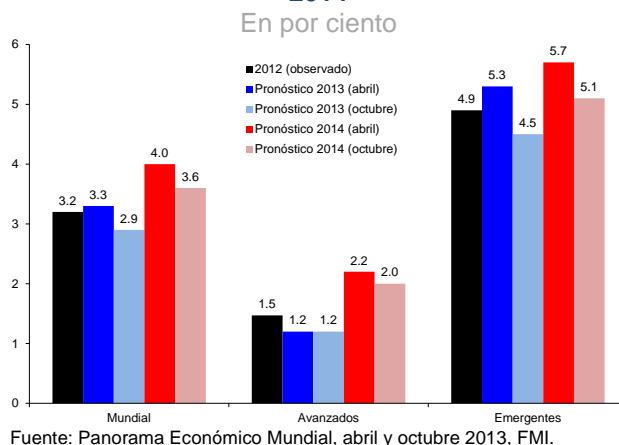
2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

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

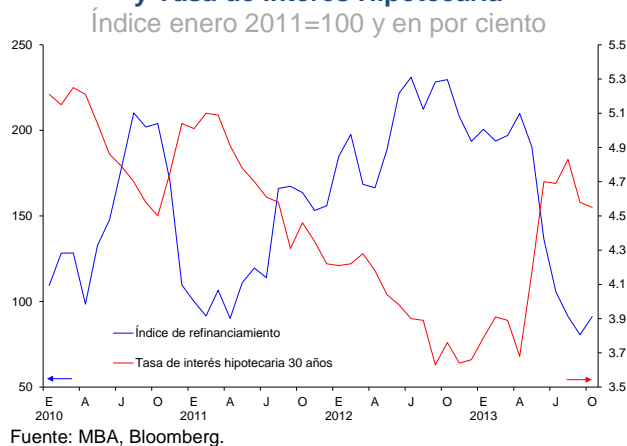
Durante el tercer trimestre de 2013, se moderó la recuperación de la economía mundial, como resultado de un desempeño mixto en las economías avanzadas y un crecimiento menor al esperado en las principales economías emergentes. En este contexto, se observaron revisiones a la baja en los pronósticos de crecimiento para las economías emergentes en 2013 y para los dos grupos en 2014 (Gráfica 1).

Gráfica 1
Crecimiento en 2012 y Evolución de Expectativas de Crecimiento del PIB para 2013 y 2014



Durante el tercer trimestre del año, la economía de Estados Unidos presentó una moderación en su ritmo de crecimiento debido, entre otros factores, al alza en las tasas de interés de largo plazo. En particular, el aumento en las tasas de interés hipotecarias ha afectado a la inversión residencial, la cual había venido fortaleciéndose en los trimestres previos. Así, diversos indicadores, como los permisos de construcción y las solicitudes de refinanciamiento hipotecario, mostraron un debilitamiento en los últimos meses (Gráfica 2).

Gráfica 2
EUA: Índice de Solicitudes de Refinanciamiento y Tasa de Interés Hipotecaria



El gasto en consumo privado en Estados Unidos también registró un menor dinamismo durante el tercer trimestre. Esto debido a la disminución del crecimiento del ingreso personal disponible, reflejando el lento aumento de las remuneraciones

laborales y una caída en la confianza de los consumidores. Por su parte, el crecimiento de la inversión en equipo se desaceleró considerablemente, a pesar de que las empresas privadas no financieras cuentan con una amplia disponibilidad de recursos. Esto podría reflejar cierto grado de cautela por parte de las empresas en respuesta al ambiente de lenta expansión de la economía y a la incertidumbre sobre la política fiscal en el país.

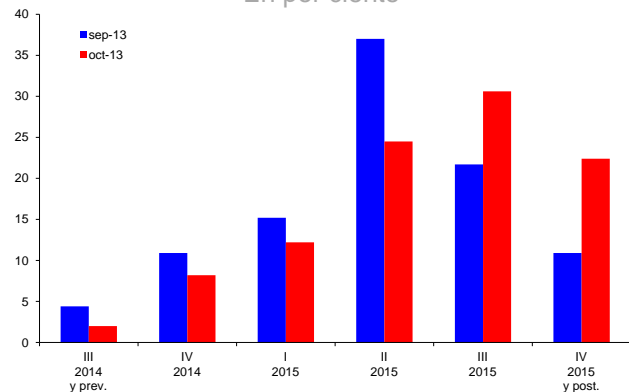
Con relación al mercado laboral, si bien la tasa de desempleo disminuyó de 7.6 por ciento en junio a 7.2 por ciento en septiembre, la caída reflejó principalmente una disminución en la tasa de participación laboral. Además, el incremento mensual promedio de la nómina no agrícola en el tercer trimestre fue menor al observado en la primera mitad de 2013, en tanto que las expectativas de los hogares sobre la situación laboral se deterioraron y el ritmo de contrataciones por parte del sector privado no ha mejorado significativamente.

Adicionalmente a la debilidad de la demanda interna privada, la falta de un acuerdo en el Congreso de Estados Unidos en materia presupuestal para el año fiscal 2014 provocó el cierre parcial del gobierno de este país durante las primeras dos semanas de octubre. Posteriormente, el Congreso aprobó el 16 del mismo mes, una legislación para mantener el nivel actual de gasto hasta el 15 de enero de 2014 y la suspensión del techo de la deuda del gobierno federal hasta el próximo 7 de febrero. Estas medidas son de carácter temporal y no resuelven los problemas fiscales de mediano y largo plazo. Si bien se prevé un impacto directo modesto de este cierre parcial del gobierno sobre el PIB del cuarto trimestre, existe preocupación respecto a los efectos negativos de esta discusión sobre la confianza del consumidor, los planes de inversión de las empresas y, por tanto, sobre la recuperación de la economía.

Así, ante el debilitamiento de la actividad económica de Estados Unidos y la incertidumbre derivada de las discusiones en torno a la agenda fiscal de dicho país, la Reserva Federal acordó, en

su reunión del 18 de septiembre, mantener el ritmo de compras mensuales de valores en 85 mil millones de dólares. Adicionalmente, señaló que esperaría hasta contar con mayor evidencia de una continua mejoría en la economía, y en particular, en el mercado laboral, antes de ajustar a la baja el ritmo de compras de activos. Esta decisión, en general no anticipada por los mercados, dio lugar a una interrupción del apretamiento de las condiciones financieras globales iniciado en mayo pasado. Derivado de lo anterior, se pospuso la expectativa de los mercados con relación a cuándo tendrá lugar el primer incremento en la tasa de fondos federales (Gráfica 3).

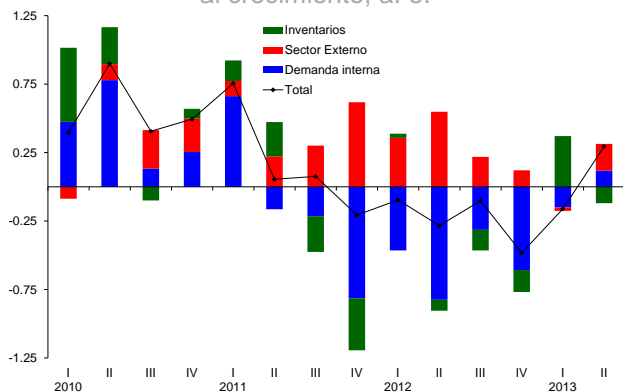
Gráfica 3
EUA: Expectativa de Primer Alza en la Tasa de Fondos Federales
En por ciento



Fuente: Blue Chip Financial Forecasts.

Después de seis trimestres con contracciones, la actividad económica en la zona del euro registró un ligero incremento en el segundo trimestre. Ello como reflejo de una evolución favorable de la demanda interna y del sector externo, que tuvo una importante contribución a dicho crecimiento (Gráfica 4). Aunque los índices de perspectivas de negocios y de confianza de los hogares apuntan a que dicha recuperación continuó en el tercer trimestre, aún existen grandes retos para la región. En particular, el crédito al sector privado no se ha recuperado y prevalece una gran incertidumbre respecto a las necesidades de capital de los bancos.

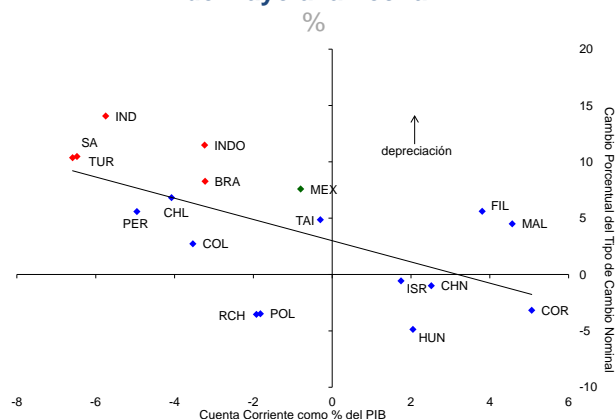
Gráfica 4
Zona del Euro: Producto Interno Bruto Real
 Variación trimestral y contribución
 al crecimiento, a. e.



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

Como se describirá más adelante con mayor detalle, la mayor incertidumbre sobre el rumbo de las políticas fiscal y monetaria en las principales economías avanzadas resultó en un periodo de volatilidad en los mercados financieros. Ésta se vio exacerbada ante las menores perspectivas de crecimiento en las economías emergentes asociadas tanto a factores cíclicos como estructurales, así como por fundamentos macroeconómicos menos sólidos en algunas de estas economías, en particular elevados déficit fiscales y en cuenta corriente (Gráfica 5).

Gráfica 5
Cuenta Corriente como Porcentaje del PIB vs.
Cambio Porcentual del Tipo de Cambio Nominal
 de Mayo a la Fecha^{1/}



1/ Para la cuenta corriente se toma el promedio de los últimos dos trimestres de 2012 y los dos primeros del 2013. En el caso de México se toma el dato de 2012. La depreciación del tipo de cambio se calcula a partir del 3 de mayo, fecha de la publicación del informe de empleo de EUA de abril de 2013, a la fecha.
 Fuente: Bloomberg.

Los precios internacionales de los productos primarios disminuyeron en las últimas semanas debido, entre otros factores, al entorno de mayor debilidad de la economía mundial. El precio del petróleo se redujo ante una menor demanda de crudo para refinación motivada por los elevados inventarios de productos refinados y una recuperación en la producción en diversas regiones productoras. Por su parte, los precios de los granos continuaron disminuyendo, particularmente los del maíz, ante la expectativa de que el clima favorable en Estados Unidos conduzca a un fuerte aumento de la producción con respecto a la del año pasado, en el que se presentó una importante sequía.

Se espera que la política monetaria en gran parte de las economías avanzadas y emergentes se mantenga acomodaticia en los próximos meses, salvo en aquellas economías en desarrollo que presentan desequilibrios macroeconómicos. Lo primero, debido a una baja inflación prevista ante la lenta recuperación en la actividad económica mundial y los menores precios internacionales de las materias primas. En el mediano plazo, se prevé que en algunos casos esta postura comience a restringirse paulatinamente.

2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

La sorpresiva decisión de la Reserva Federal de mantener sin cambio el programa de compra de activos (PCA) el pasado 18 de septiembre ocasionó una disminución en las tasas de interés de la mayoría de los países industrializados. En particular, en Estados Unidos las tasas de interés de mediano y largo plazo (5 hasta 30 años) disminuyeron alrededor de 30 puntos base, interrumpiendo así la tendencia alcista que habían mostrado desde mayo de este año (Gráfica 6).

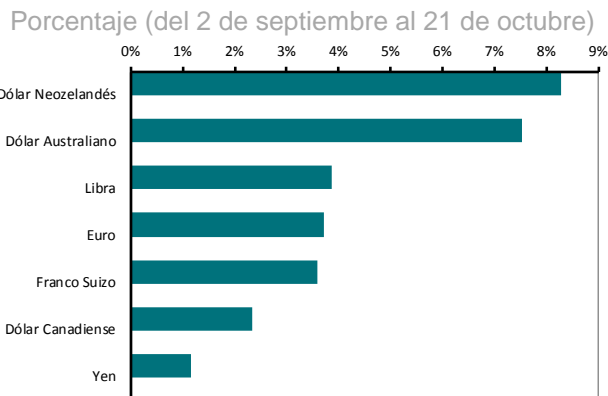
Gráfica 6
Estados Unidos: Tasa de interés de la nota del Tesoro a 10 años
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Asimismo, el dólar se depreció frente a la mayoría de las divisas, destacando los movimientos frente a aquéllas de países desarrollados con tasas de interés más elevadas y que habían sido más desfavorecidas en los últimos meses (Gráfica 7). Finalmente, los índices accionarios también reaccionaron positivamente a la mencionada decisión de la Reserva Federal.

Gráfica 7
Variación porcentual de las principales divisas frente al dólar



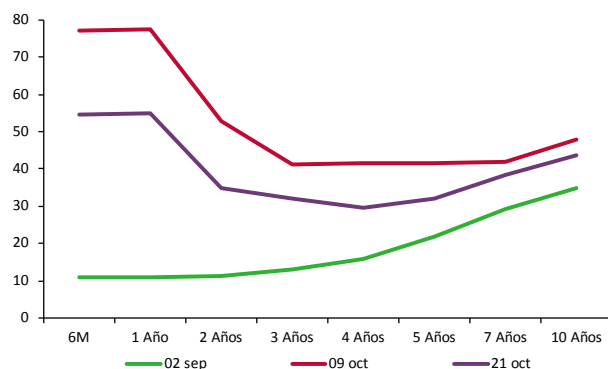
Fuente: Bloomberg.

No obstante lo anterior, la incertidumbre respecto de las negociaciones en el Congreso de Estados Unidos en materia fiscal hacia finales de septiembre dispuso el optimismo inicial de los inversionistas tras la citada decisión del banco central y provocó una mayor volatilidad en los mercados financieros. Al respecto, preocupaba no sólo el impacto sobre la actividad económica del cierre temporal de algunas de las actividades del gobierno durante la primera mitad de octubre, sino la posibilidad de que el Congreso no elevara el límite de endeudamiento y

esto diera como resultado un incumplimiento de pago por parte del Tesoro estadounidense.

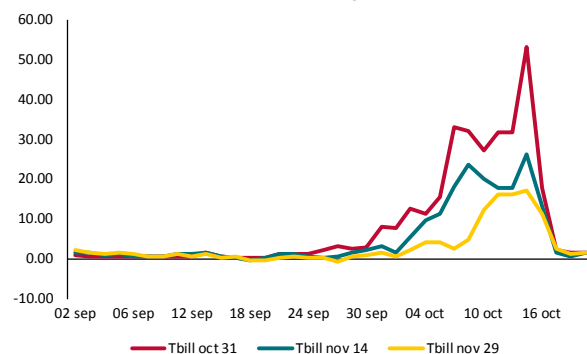
Ante esta posibilidad, el costo de protección ante incumplimiento de pago de Estados Unidos aumentó en forma notoria, y las tasas de interés de instrumentos del Tesoro con vencimiento en las próximas semanas se elevaron hasta 53 puntos base, ubicándose incluso por encima de las tasas de interés de riesgo bancario a plazos similares (Gráfica 8 y Gráfica 9). Estos movimientos se revirtieron en su mayoría al anunciarse el acuerdo logrado en el Congreso que permitió reabrir los servicios gubernamentales y suspender el límite de endeudamiento de manera temporal en tanto continúan las negociaciones para lograr un acuerdo presupuestal de largo plazo.

Gráfica 8
Estados Unidos: Costo de protección ante incumplimiento de pago del Tesoro de Estados Unidos a diferentes plazos
 Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 9
Evolución de las tasas de interés de títulos de muy corto plazo del Tesoro de Estados Unidos
 Porcentaje

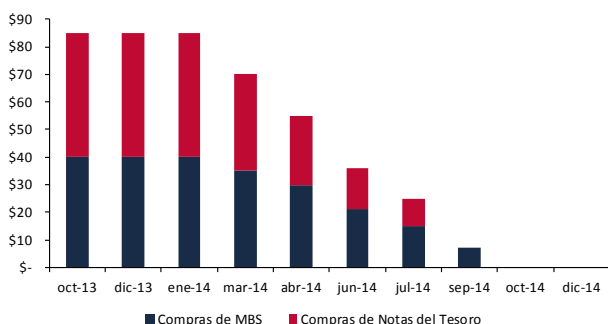


Fuente: Bloomberg.

La problemática fiscal en Estados Unidos, sin embargo, parece haber tenido un efecto más duradero sobre las expectativas respecto a las acciones futuras de la Reserva Federal. En efecto, a raíz de la afectación económica derivada del cese temporal de actividades del gobierno, y de la falta de información estadística oportuna que generó el cierre temporal de oficinas gubernamentales, los participantes del mercado piensan que la Reserva Federal podría postergar por más tiempo cualquier modificación a su postura de política monetaria.

Al respecto, las últimas encuestas a analistas del sector privado sugieren que la mayoría de éstos anticipan que la primera disminución en el PCA podría darse hasta marzo de 2014 y que éste disminuiría gradualmente para concluir durante el tercer trimestre del año entrante (Gráfica 10).

Gráfica 10
Estados Unidos: Tamaño del programa de compra de activos
Miles de millones de dólares

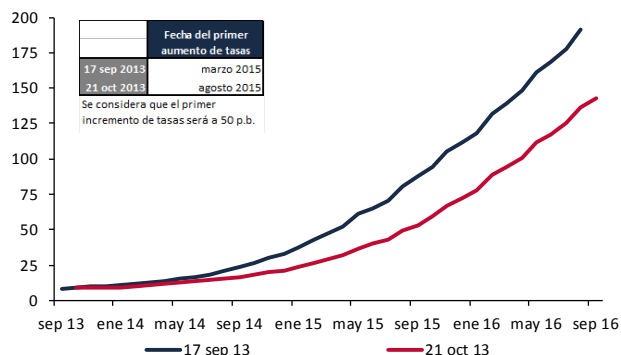


Fuente: Encuesta realizada por Bloomberg entre el 18 y 19 de octubre a 40 economistas. El monto representa la mediana de los estimados.

De la misma forma, los contratos a futuro de la tasa de fondos federales apuntan a que el primer incremento de la tasa de referencia (a 0.5%) podría ocurrir hasta el tercer trimestre de 2015 y no en el primer trimestre como se anticipaba hace algunas semanas (Gráfica 11).

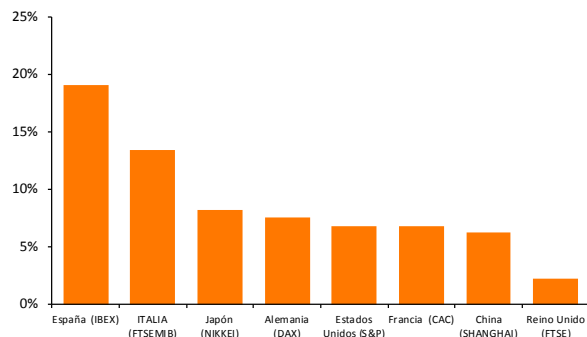
Ante el posible escenario de que la Reserva Federal mantenga sin cambio su postura de política monetaria en los siguientes meses, varios de los activos de mayor riesgo de mercado continuaron exhibiendo una tendencia alcista en el último mes y medio. Destacó el alza generalizada de los índices accionarios, la cual también estuvo impulsada por la mayor estabilidad de los mercados financieros en Europa, por algunos reportes corporativos positivos y por la disminución, aunque sea de carácter temporal, de los riesgos geopolíticos en Medio Oriente (Gráfica 12).

Gráfica 11
Estados Unidos: Curva de contratos a futuro de la tasa de fondos federales
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 12
Variación de los principales índices accionarios
Porcentaje (del 2 de septiembre al 21 de octubre)



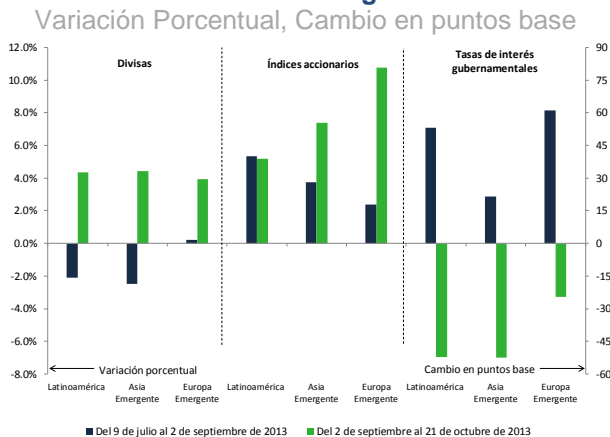
Fuente: Bloomberg.

2.2.2. Mercados emergentes

La decisión de la Reserva Federal de postergar el ajuste al ritmo mensual de expansión de su balance también provocó importantes ajustes en los precios de los activos financieros de las economías en desarrollo. De esta forma, y a pesar de la incertidumbre causada por la falta de acuerdos políticos en Estados Unidos en materia fiscal, los mercados financieros de este conjunto de países presentaron avances generalizados desde la última reunión de política monetaria del Banco de México. Al respecto, las divisas mostraron apreciaciones de 4.2% en promedio, destacando el mejor desempeño de las divisas que recientemente habían registrado una depreciación mayor y cuyos bancos centrales han mantenido una postura restrictiva, tales como el real brasileño (8.5%) y la rupia india (6.8%). A su vez, las tasas de interés de los valores gubernamentales en moneda local disminuyeron alrededor de 40 puntos base en todas

la regiones y los índices accionarios alcanzaron ganancias en promedio de hasta 10.5% (Gráfica 13).

Gráfica 13
Comportamiento de los Mercados Financieros de Países Emergentes



Nota: Se utilizaron los índices MSCI de mercados accionarios en moneda local para cada región, los cuales incluyen a los siguientes países de Latinoamérica: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; en Europa emergente: República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía, Egipto, Marruecos y Sudáfrica; y en Asia emergente: China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia. En el caso de las tasas de interés gubernamentales, se muestra el cambio en la tasa de rendimiento (YTM) de bonos soberanos de países emergentes denominados en moneda local de JP-Morgan GBI-EM. Para el caso de las divisas, se consideraron las principales monedas en cada región y se ponderaron en la misma proporción.

Fuente: Bloomberg.

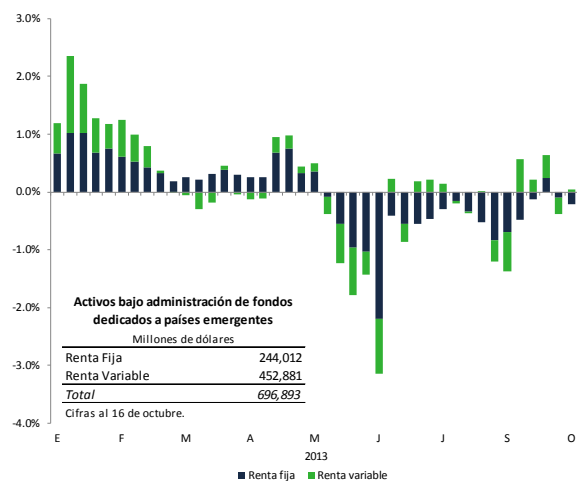
Este entorno más favorable contribuyó también a que los flujos de salida de inversiones en activos de los países emergentes, que recientemente se habían incrementado, se moderaran (Gráfica 14).

Asimismo, aquellos bancos centrales que habían decidido intervenir en sus mercados cambiarios para contener la depreciación de sus monedas, lograron disminuir el monto de intervención (Gráfica 15).

Finalmente, como se mencionó anteriormente, la continuación de las políticas laxas en los países desarrollados, aunada al menor crecimiento económico en varios países emergentes, se ha traducido en expectativas de mayor lasitud en las políticas monetarias para la mayoría de estos países, con excepción de aquéllos con mayores tasas de inflación o desequilibrios macroeconómicos evidentes (Gráfica 16).

Gráfica 14
Flujos de Fondos Dedicados hacia Activos Financieros de Países Emergentes

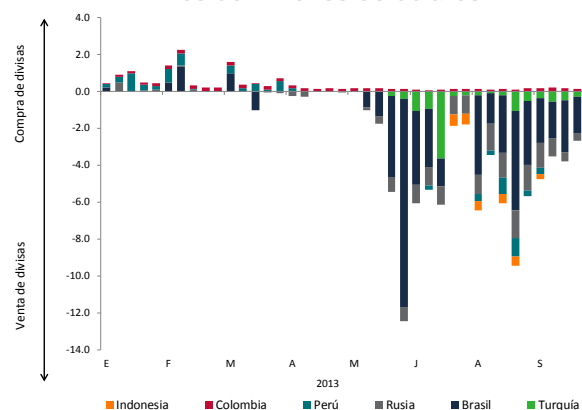
Proporción del Tamaño de los Flujos respecto a los Activos Bajo Administración



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfica 15
Intervenciones Semanales en el Mercado Cambiario de Bancos Centrales de Países Emergentes

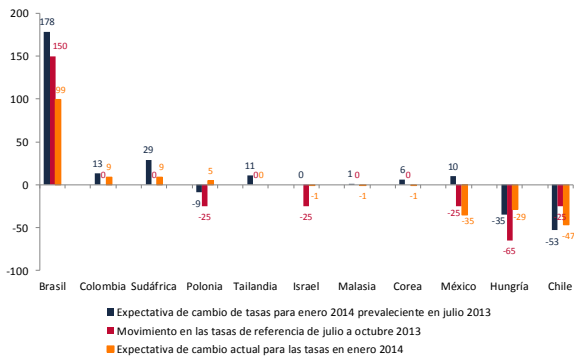
Miles de millones de dólares



Nota: Intervenciones cambiarias en mercados al contado y a través de instrumentos financieros derivados.

Fuente: Bancos centrales nacionales, Fondo Monetario Internacional y Nomura.

Gráfica 16
Movimientos Esperados para las Tasas de Corto Plazo Implícitas en la Curva de Swaps de Tasas de Interés para Países Emergentes
 Cambio en puntos base



Fuente: Bloomberg.

2.2.3. Mercados en México

En México los precios de los activos financieros presentaron ganancias generalizadas como resultado de factores tanto externos como locales. Al respecto, se observó una reacción positiva ante el retraso en el ajuste del estímulo monetario de la Reserva Federal, así como por la reducción de 25 puntos base en la tasa de referencia en México en la última decisión de política monetaria (6 de septiembre). De esta forma, el peso acumuló una apreciación de 2.6% durante el periodo de análisis, en un ambiente de buenas condiciones de operación (Gráfica 17).

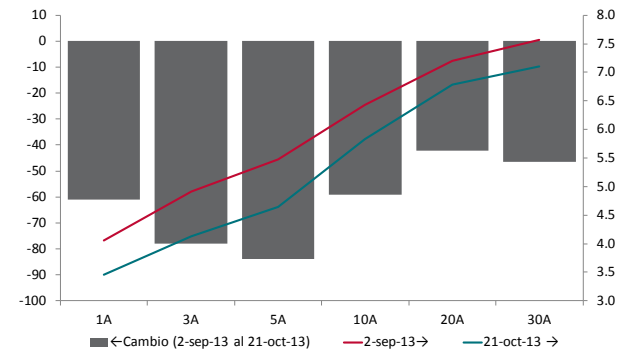
Gráfica 17
Tipo de Cambio Peso Mexicano-Dólar
 Peso mexicano por dólar



Fuente: Bloomberg.

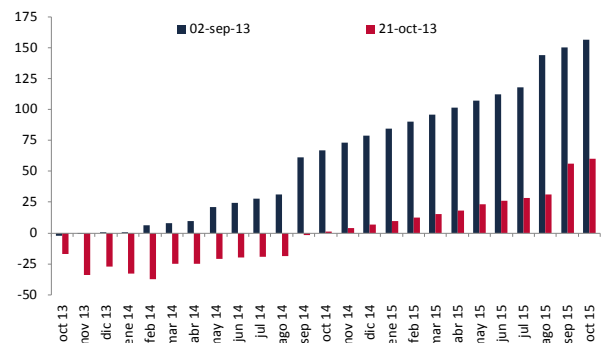
En lo que toca al mercado de dinero mexicano, las tasas de interés mostraron disminuciones importantes a lo largo de toda la curva de rendimiento. Dichas disminuciones fueron más pronunciadas en los plazos cortos y medios de la mencionada curva —especialmente en los nodos a 3 y 5 años— provocando con ello un incremento en su pendiente (Gráfica 18). Este comportamiento obedeció, entre otros factores, a la referida reducción de la tasa objetivo del Banco de México, así como a la expectativa de que se lleve a cabo un nuevo recorte de otros 25 puntos base antes de que finalice el año. Al respecto, es importante señalar que la curva de swaps de tasa de interés llegó a incorporar incluso reducciones de hasta 35 puntos base durante los siguientes meses (Gráfica 19). Por su parte, el consenso de los analistas anticipa un recorte de 25 puntos base en la reunión de política monetaria de octubre.

Gráfica 18
Curva de Rendimiento de Bonos Gubernamentales
 Puntos base, Por ciento



Fuente: Banco de México con información de PIP.

Gráfica 19
Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitos en la Curva de Swaps de TIIE de 28 días
 Puntos base



Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

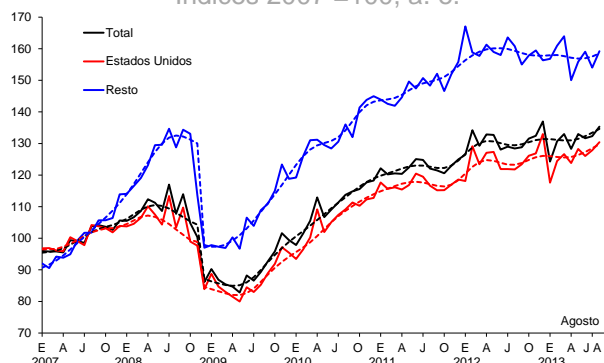
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Los indicadores más recientes sugieren que durante el tercer trimestre del año en curso la actividad productiva podría haber retomado una trayectoria positiva, después de la contracción observada en el trimestre previo. Lo anterior como reflejo de que en dicho trimestre algunos de los choques adversos que afectaron a la economía en la segunda mitad de 2012 y el primer semestre de 2013 parecerían haber comenzado a diluirse.

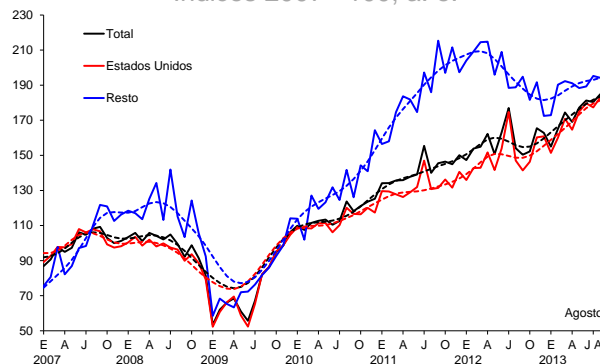
En particular, después de que las exportaciones manufactureras no automotrices dirigidas a Estados Unidos habían mostrado un estancamiento, en los meses recientes dichas exportaciones exhibieron una incipiente recuperación. Asimismo, las exportaciones automotrices a Estados Unidos continuaron presentando una tendencia ascendente (Gráfica 20 y Gráfica 21).

Gráfica 20
Exportaciones Manufactureras No Automotrices
Índices 2007 =100, a. e.



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

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



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

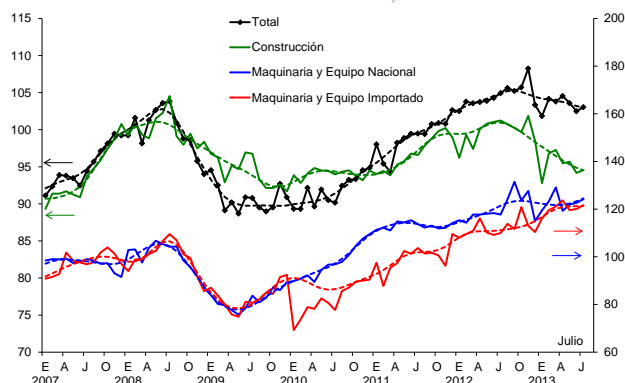
En cuanto al gasto interno, éste mostró algunas señales de mejoría en el tercer trimestre de 2013. En específico, si bien las ventas al menudeo mostraron un estancamiento, las ventas de la ANTAD presentaron una tasa de variación positiva después de haber exhibido contracciones en los dos trimestres previos (Gráfica 22). Por su parte, la inversión fija bruta continuó presentando una tendencia decreciente (Gráfica 23), reflejo del comportamiento negativo tanto de la industria de la construcción, en particular del sector de la vivienda, como de las importaciones de bienes de capital (Gráfica 24 y Gráfica 25).

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



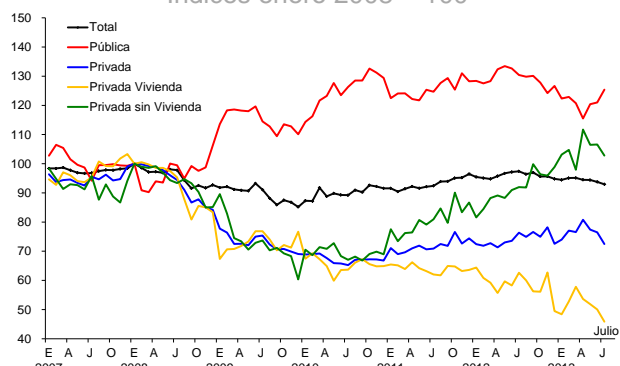
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ANTAD.

Gráfica 23
Inversión y sus Componentes
Índices 2008=100, a. e.



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

Gráfica 24
Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índices enero 2008 = 100



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 25
Importaciones de Bienes de Capital
Índices 2007=100, a. e.

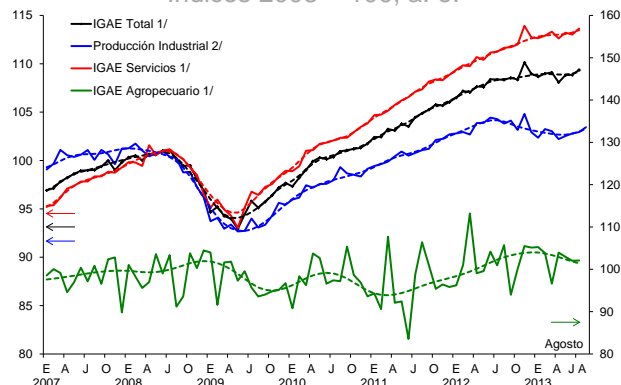


a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Banco de México.

En lo que se refiere al gasto público, en el tercer trimestre del año se observó un mayor dinamismo derivado de las medidas anunciadas por el gobierno federal para reasignar y agilizar el ejercicio del gasto. Esto se ha traducido en un mayor impulso a la demanda interna.

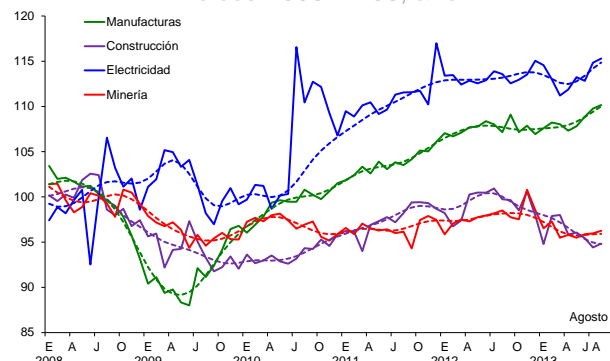
El incipiente repunte en la tasa de crecimiento registrado tanto en la demanda externa, como en la interna, se reflejó en una ligera recuperación de la actividad económica (Gráfica 26). En particular, durante el tercer trimestre tanto la producción industrial, en especial el sector manufacturero, como las actividades secundarias, mostraron expansiones, después de haber registrado contracciones el trimestre previo (Gráfica 27 y Gráfica 28).

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



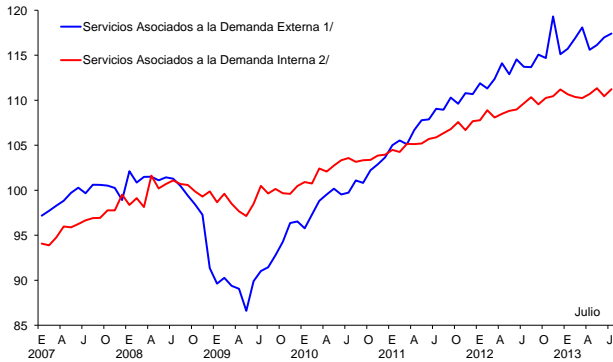
1/ Cifras a julio de 2013.
2/ Cifras a agosto de 2013 del Indicador de la Actividad Industrial.
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

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



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

Gráfica 28
IGAE del Sector Servicios: Total
 Índice 2008 = 100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Incluye los sectores de comercio; transporte, correos y almacenamiento; y servicios de información en medios masivos.

2/ Conformado por servicios profesionales, científicos y técnicos; la dirección de corporativos y empresas; servicios de salud; las actividades del gobierno y de los organismos internacionales y extraterritoriales; los servicios de esparcimiento y culturales, deportivos y otros recreativos; los servicios financieros y de seguros; servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles; servicios de apoyo a los negocios y manejo de desechos; los servicios educativos; los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos, y otros servicios.

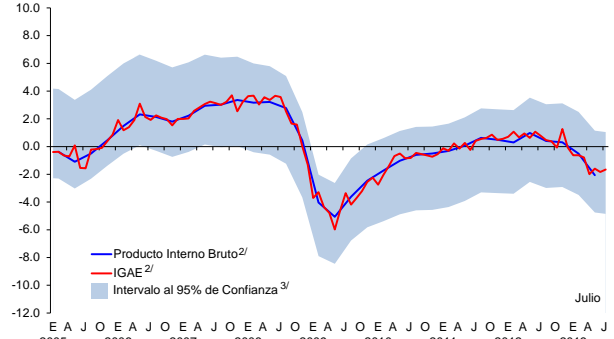
Fuente: Desestacionalización elaborada por Banco de México con información del SCNM, INEGI.

2.3.2. Inflación

2.3.2.1. Determinantes de la inflación

La evolución reciente de la economía, junto con la holgura que continúan mostrando los principales mercados de insumos, han conducido a que no se observen presiones de demanda sobre el nivel general de precios. En particular, a pesar del incipiente repunte en la economía registrado en el tercer trimestre de 2013, el estimador puntual de la brecha del producto continuó en terreno negativo, como resultado de la fuerte desaceleración que registró la economía en los trimestres previos (Gráfica 29).

Gráfica 29
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentajes del producto potencial, a.e.



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

2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2013; cifras del IGAE a julio de 2013.

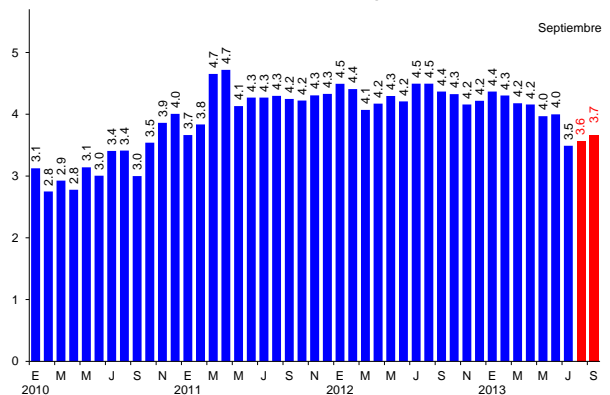
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

La información más reciente sugiere que continúan prevaleciendo condiciones de holgura en el mercado laboral. Los salarios siguieron registrando aumentos moderados (Gráfica 30) lo cual, junto con la tendencia que ha mostrado la productividad media del trabajo, condujo a que los costos unitarios de la mano de obra hayan permanecido en niveles bajos.

Gráfica 30
Salario Base de Cotización al IMSS
 Variación anual en por ciento



Fuente: IMSS.

Por su parte, en el transcurso del tercer trimestre el financiamiento al sector privado no financiero se incrementó a un ritmo ligeramente mayor al observado en el segundo trimestre del año. En este contexto, las tasas de interés de los créditos bancarios a los distintos sectores han permanecido en niveles estables, en tanto que los índices de morosidad registraron, por un lado, un moderado deterioro en la cartera de crédito a las empresas y, por el otro, una mejoría en las carteras de crédito a los hogares. Cabe señalar que el referido deterioro en la morosidad del crédito a las empresas se explica por problemas de impago de un grupo reducido de empresas asociado al sector de la vivienda y no por un deterioro generalizado de esta cartera. Así, no existen indicios de sobrecalentamiento en los mercados de fondos prestables.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

El menor dinamismo que ha mostrado la economía mexicana desde la segunda mitad de 2012, así como el desvanecimiento de los choques climáticos y sanitarios que afectaron la oferta de algunos productos agropecuarios a finales del primer trimestre de 2013, se han reflejado en los niveles históricamente bajos observados en la inflación subyacente y en la trayectoria descendente que la inflación no subyacente ha registrado desde mayo. Lo anterior, aunado a la conducción de la política monetaria y a los logros estructurales en cuanto al combate a la inflación, ha permitido que ésta siga una trayectoria convergente al objetivo de 3 por ciento en el horizonte en el que opera la política monetaria. Así, en la primera quincena de octubre de 2013, la inflación general anual fue 3.27 por ciento (Gráfica 31 y Cuadro 1).

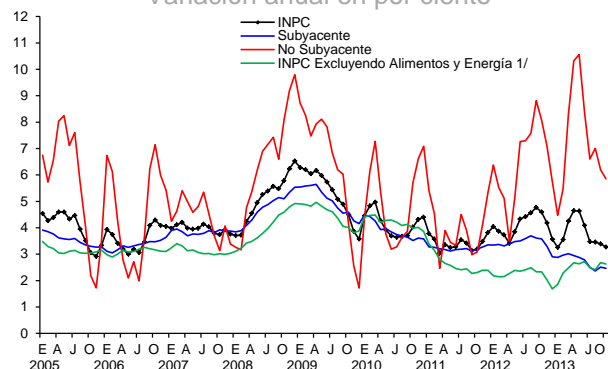
En los últimos meses, la inflación subyacente anual se ubicó por abajo de 2.50 por ciento (Gráfica 32 y Cuadro 1). La evolución de sus componentes reflejó la ausencia de presiones tanto por el lado de la demanda, como por el de costos. El subíndice de precios de las mercancías ha mostrado una clara tendencia a la baja durante 2013, producto del debilitamiento de la demanda interna y externa y de la dilución de los incrementos en los precios de las materias primas internacionales que afectaron al alza este subíndice en la segunda mitad del año anterior. En cuanto al subíndice de precios de los servicios, su tasa de crecimiento anual se ha mantenido en niveles incluso inferiores a 2.50 por ciento en los últimos meses, sobresaliendo las disminuciones de precios en los servicios de

telefonía móvil y en los de transporte aéreo (Gráfica 33 y Cuadro 1).

La tasa de crecimiento anual del índice de precios no subyacente ha registrado una tendencia descendente desde mayo pasado como resultado del desvanecimiento de las presiones al alza sobre los precios de algunos productos agropecuarios, cuya oferta fue afectada por choques climáticos y sanitarios a finales del primer trimestre de 2013. De esta forma, el referido índice de precios registró una tasa de crecimiento anual de 5.85 por ciento en la primera quincena de octubre, cuando en mayo la cifra correspondiente fue 10.56 por ciento (Gráfica 31 y Cuadro 1). A diferencia de lo ocurrido con los productos agropecuarios, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno ha registrado mayores tasas de crecimiento anual en 2013 como resultado, principalmente, del mayor desliz en el precio de las gasolinas y los incrementos en el precio del transporte público, así como por el desvanecimiento del efecto derivado de la eliminación de la tenencia vehicular en varias entidades el año anterior.

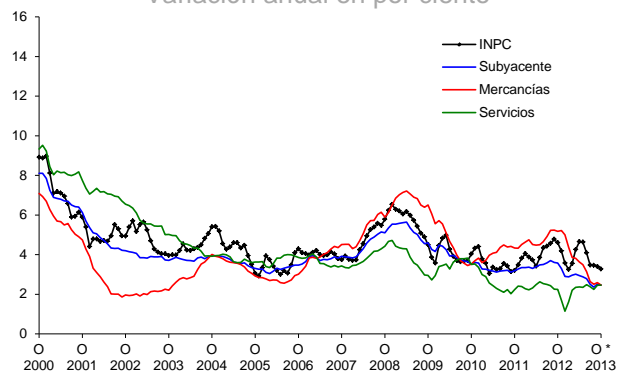
Cabe resaltar que los fenómenos meteorológicos de la segunda quincena de septiembre de 2013, que afectaron de manera limitada a ciertos cultivos en distintos estados del país, en particular aquéllos de frutas y verduras, no tuvieron efectos significativos sobre la evolución de la inflación en la segunda quincena de septiembre ni en la primera de octubre. Por el contrario, dichos fenómenos han contribuido a la recuperación de los niveles de agua en las presas y se anticipa que contribuirán a mitigar los efectos generados por la sequía de los últimos tres años.

Gráfica 31
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.
Fuente: Banco de México e INEGI.
*Información a la primera quincena de octubre de 2013.

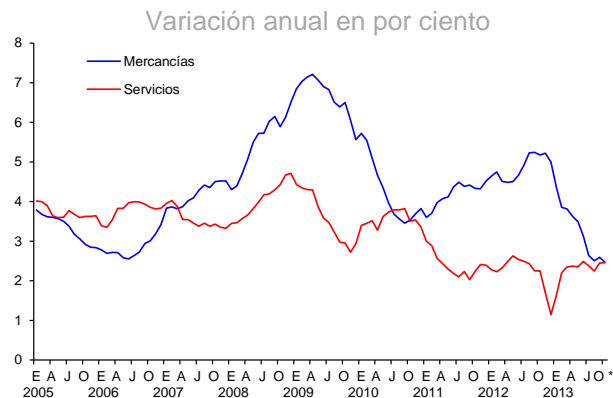
Gráfica 32
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

*Información a la primera quincena de octubre de 2013.

Gráfica 33
Subíndices Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
 Variación anual en por ciento



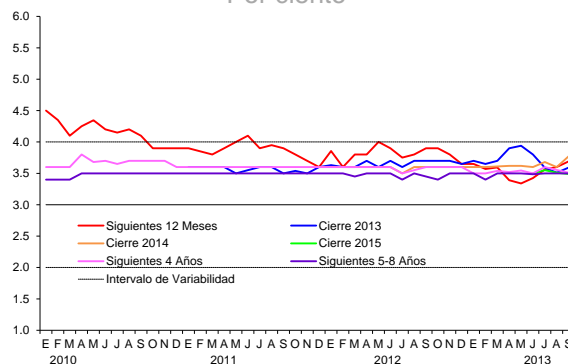
Fuente: Banco de México e INEGI.

*Información a la primera quincena de octubre de 2013.

De acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre agosto y septiembre las expectativas de inflación general para el cierre de 2013 sólo aumentaron ligeramente. No obstante, considerando que el dato de inflación de septiembre fue menor al esperado por los analistas, se espera que este incremento se revierta en la encuesta de octubre. De hecho, entre las encuestas del 7 y 22 de octubre de 2013 de la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex se observó una disminución en la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2013 de 3.69 a 3.53 por ciento.

Con respecto a las expectativas de inflación general correspondientes al cierre de 2014, se observó un ajuste al alza en la mediana de 3.60 a 3.77 entre las encuestas de agosto y septiembre a raíz de los posibles efectos que las modificaciones impositivas previstas para 2014 podrían tener sobre la inflación. No obstante, se prevé que el impacto en precios de dichas modificaciones sea reducido, por lo que se anticipa que la probabilidad de que haya efectos de segundo orden es muy baja. Cabe destacar que a pesar del posible impacto antes referido, estas expectativas permanecen dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento. Adicionalmente, conviene señalar que el aumento previsto en la inflación por los analistas económicos es transitorio, ya que las expectativas de inflación para 2015 y, en general para horizontes de largo plazo, se han mantenido estables (Gráfica 34).

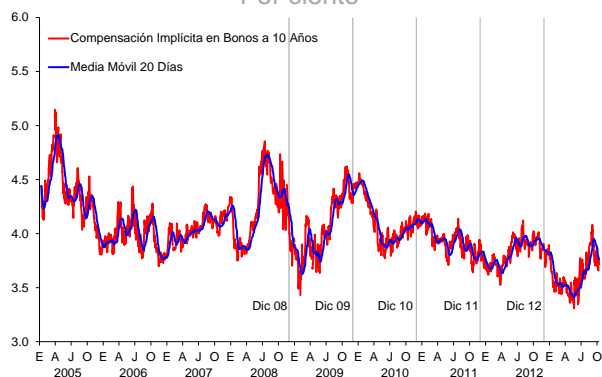
Gráfica 34
Mediana de las Expectativas de Inflación General para Diferentes Horizontes
 Por ciento



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

Como complemento a la información proveniente de las encuestas, las expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de mercado también confirman que las expectativas de inflación se mantienen estables a pesar de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. En particular, el indicador de compensación por inflación y riesgo inflacionario ha registrado una disminución en las últimas semanas (Gráfica 35).

Gráfica 35
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 con base en los datos de tasas de interés nominal y real del mercado secundario. Es decir, 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.

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

En cuanto a los pronósticos para lo que resta de 2013, se anticipa que la inflación general se mantenga alrededor de 3.5 por ciento y que la inflación subyacente se sitúe por debajo de 3 por ciento. Con la información disponible, se estima que

ya considerando el posible efecto de las modificaciones impositivas, la trayectoria más probable para la inflación general anual fluctúe alrededor de 3.5 por ciento a lo largo del próximo año, y que la inflación subyacente se mantenga por debajo de 3 por ciento. Para 2015, una vez que el efecto sobre la inflación de las modificaciones fiscales se haya desvanecido, se espera que la inflación general anual exhiba una tendencia a la baja convergiendo hacia el objetivo de 3 por ciento y que la inflación subyacente anual se ubique en niveles incluso inferiores al referido objetivo.

La trayectoria prevista para la inflación no está exenta de riesgos, entre los cuales destacan: al alza, que un episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales dé lugar a un ajuste cambiario con su consecuente efecto, si bien reducido, sobre la inflación; a la baja, existe la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica resulte menos vigorosa que la anticipada, y que en consecuencia la inflación resulte menor.

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

| Concepto | Diciembre 2012 | Agosto 1q 2013 | Octubre 1q 2013 |
|--|----------------|----------------|-----------------|
| INPC | 3.57 | 3.54 | 3.27 |
| Subyacente | 2.90 | 2.38 | 2.46 |
| Mercancías | 5.00 | 2.51 | 2.47 |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco | 6.11 | 3.53 | 3.40 |
| Mercancías no Alimenticias | 4.13 | 1.70 | 1.73 |
| Servicios | 1.15 | 2.27 | 2.46 |
| Vivienda | 2.05 | 2.26 | 2.20 |
| Educación (Colegiaturas) | 4.48 | 4.61 | 4.42 |
| Otros Servicios | -0.72 | 1.60 | 2.14 |
| No Subyacente | 5.74 | 7.34 | 5.85 |
| Agropecuarios | 9.18 | 5.94 | 0.71 |
| Frutas y Verduras | 2.90 | -0.40 | -1.49 |
| Pecuarios | 13.22 | 9.76 | 1.94 |
| Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno | 3.84 | 8.25 | 9.15 |
| Energéticos | 5.62 | 8.34 | 9.78 |
| Tarifas Autorizadas por Gobierno | 0.45 | 7.72 | 7.78 |

Fuente: INEGI.

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

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

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno consideró que la economía mundial ha continuado mostrando un crecimiento débil. También sostuvo que los riesgos para el crecimiento global son a la baja. En cuanto a la actividad económica de México, todos coincidieron en que ha mostrado una incipiente recuperación. No obstante, la mayoría afirmó que los riesgos para el crecimiento nacional, si bien menores que en la reunión anterior, continúan siendo a la baja. En este contexto, la mayoría concordó que se espera que prevalezca un amplio grado de holgura en la economía por un periodo prolongado. Adicionalmente, destacó que la inflación general continuó disminuyendo y la subyacente permaneció en niveles históricamente bajos. En este contexto, todos los miembros se pronunciaron a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base, añadiendo que no serían recomendables reducciones adicionales en el futuro previsible.

La mayoría de los integrantes de la Junta consideró que la economía mundial continuó mostrando una recuperación moderada, si bien con un desempeño mixto entre diferentes grupos de países. En particular, algunos miembros enfatizaron el fortalecimiento gradual de la actividad económica en los países avanzados y la desaceleración en los emergentes. La mayoría de los miembros indicó que cabría esperar que el crecimiento mundial se acelere moderadamente, con expansiones superiores para 2014 respecto a 2013. No obstante, algunos integrantes especificaron que los pronósticos para el crecimiento se revisaron a la baja y recordaron que el dinamismo de las economías avanzadas seguirá dependiendo del estímulo monetario. Finalmente, la mayoría de los integrantes coincidió en que existen riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial. En este contexto, uno de ellos destacó la persistencia de dificultades de naturaleza cíclica y estructural, tanto en las economías avanzadas, como en las emergentes. Asimismo, otro enfatizó que la incertidumbre sobre la continuidad de las políticas

acomodaticias en el mundo podría afectar adversamente al crecimiento económico mundial.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la economía de Estados Unidos continuó recuperándose, si bien su ritmo de crecimiento se debilitó ligeramente en el tercer trimestre del año. Algunos destacaron que, a pesar de que en ese país se han hecho esfuerzos de consolidación fiscal muy importantes, ésta se ha mostrado resistente y ha continuado creciendo. Al respecto, algunos integrantes recalcaron la evolución favorable del mercado de vivienda, el consumo, el desempleo y la producción industrial, así como de los sectores más sensibles a las tasas de interés, que se han visto beneficiados por el impulso monetario. En contraste, algunos miembros señalaron que otros indicadores mostraron un desempeño menos favorable, como fue el caso de la demanda interna privada, la participación laboral, la creación de empleos y el refinanciamiento hipotecario.

La mayoría de los miembros de la Junta aseveró que se espera que la actividad económica en Estados Unidos continúe fortaleciéndose y que su expansión en 2014 sea mayor que en el presente año. Un integrante agregó que la expectativa de mayor crecimiento se apoya principalmente en la política de estímulo monetario implementada por la Reserva Federal, el saneamiento de los balances de empresas y familias, y una mayor disponibilidad de crédito. Sin embargo, la mayoría de los miembros concordó en que persiste incertidumbre sobre la posibilidad de que el gobierno y el Congreso estadounidenses lleguen a un acuerdo definitivo en materia de gasto público y de tope de endeudamiento, lo que podría restar vigor al crecimiento económico en los siguientes trimestres. Adicionalmente, uno de ellos advirtió que actualmente resulta complicado hacer una evaluación precisa del impacto en la actividad económica del cierre temporal de algunas actividades gubernamentales en Estados Unidos. Añadió que entre otros riesgos a la baja para el crecimiento de ese país, destacan el posible efecto adverso en la confianza de los consumidores derivado de la elevada tasa de desempleo y el impacto de mayores tasas de interés hipotecarias en el sector residencial, las cuales han subido a partir de mayo de 2013 como resultado de la expectativa de que la Reserva Federal comience a la postre a normalizar su postura monetaria.

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 mantuvo sin cambio su ritmo de compra de activos debido al menor dinamismo de la actividad económica de ese país, la evolución del desempleo y la falta de una solución definitiva al tema del techo del endeudamiento del Gobierno Federal. Uno de ellos agregó que la Reserva Federal esperará a tener mayor evidencia respecto a la mejoría de la economía y del mercado laboral antes de ajustar el ritmo de las referidas compras. En este contexto, un miembro resaltó que Estados Unidos atraviesa por un periodo inusual de gran relajamiento monetario y añadió que la falta de claridad sobre otro tipo de políticas que pudieran impulsar el crecimiento económico de manera sostenible hace más probable que se mantengan las políticas monetarias no convencionales por un tiempo relativamente largo. Otro miembro afirmó que, a pesar de lo anterior, las tasas de interés de ese país probablemente aumentarán, si bien a una velocidad menor a la que se preveía hace apenas un par de meses. En este contexto, algunos miembros consideraron que la Reserva Federal deberá ser especialmente cuidadosa con su estrategia de comunicación e implementación de su política monetaria. Explicaron que la expectativa de que iniciara el retiro del estímulo monetario ocasionó una innecesaria turbulencia e incremento en las tasas de interés de largo plazo que afectó el comportamiento de la economía real.

Un miembro sostuvo que empieza a intensificarse la percepción de que, en el margen, el mayor acomodamiento monetario en Estados Unidos está presentando rendimientos decrecientes en su impacto sobre las tasas de largo plazo y, por lo tanto, sobre el crecimiento económico. Añadió que hay una opinión generalizada de que la política monetaria fue muy exitosa en la etapa inicial en la que buscó completar mercados ante episodios muy complicados en los que los mercados llegaron a paralizarse, y enfatizó el éxito de la primera ronda de estímulo cuantitativo aplicada por la Reserva Federal sobre las tasas de largo plazo. No obstante, argumentó que el balance de riesgos en términos del impacto de la política monetaria sobre el crecimiento es diferente bajo el actual entorno de riesgos crecientes en materia de estabilidad financiera respecto de cuando la situación era claramente deflacionaria y muy complicada en muchos países. Así, concluyó que la importancia relativa de cada tipo de riesgos es cambiante, lo que en algún momento también puede modificar la percepción sobre la continua necesidad de estar acomodando monetariamente.

Todos los miembros de la Junta señalaron que los indicadores de actividad económica de la zona del euro continúan apuntando a una recuperación incipiente durante el tercer trimestre, si bien uno especificó que se observa una disparidad importante entre las diferentes economías de la región. Algunos integrantes destacaron que dicha recuperación se ha apoyado en el relajamiento de las condiciones financieras y en un menor efecto restrictivo de la política fiscal. No obstante, algunos miembros de la Junta coincidieron en que las perspectivas de crecimiento de esta región son moderadas, debido a que los bancos no están todavía en una situación para financiar de manera importante una expansión de la economía, a los efectos negativos de la consolidación fiscal y a la necesidad de realizar ajustes en los balances. Algunos miembros indicaron que es necesario que se implementen reformas estructurales para lograr mayores tasas de crecimiento en la región, entre ellas la mejoría en la calidad de los activos de los bancos de la zona. En cuanto a otras economías avanzadas, algunos miembros arguyeron que en Japón la puesta en marcha de las políticas monetaria y fiscal expansivas ha resultado en un repunte de su economía, si bien aún se requieren reformas estructurales para lograr un crecimiento sostenido. En el mismo sentido, otro integrante afirmó que la economía del Reino Unido ha mejorado, pero que dado el ajuste fiscal en marcha continúa la necesidad de una política monetaria muy acomodaticia.

La mayoría de los integrantes concordó en que la desaceleración que las economías emergentes han mostrado, en algunos casos, se ha debido a vulnerabilidades macroeconómicas, a lo que un miembro añadió que lo anterior se ha combinado con el efecto que ejercen sobre ellas el desempeño de las economías avanzadas, en particular dada la dependencia de algunas economías emergentes del crecimiento de sus exportaciones. Otro integrante agregó que en la medida en que las tasas de interés de dichos países comiencen con el proceso de normalización, es probable que los inversionistas empiecen a hacer mayores distinciones entre las economías emergentes según la solidez de su marco macroeconómico.

Un miembro argumentó que la moderación en el crecimiento mundial podría ser resultado de una desaceleración cíclica, pero que también cabe la posibilidad de que el crecimiento potencial de las economías avanzadas y de varias emergentes podría estar disminuyendo respecto a lo observado antes de la crisis global. Por ello consideró que la

brecha del producto a nivel mundial podría no ser tan grande como se percibe. Otro miembro concordó en que para el caso de Estados Unidos, es posible que haya disminuido su producto potencial, dada la magnitud del choque que enfrentó la economía, las dificultades para que se reactive y las bajas perspectivas que se están manejando para el largo plazo. Adicionalmente, un integrante sostuvo que en Estados Unidos la expansión de la demanda agregada, en particular del consumo, estuvo asociada en gran medida a una burbuja de precios inmobiliarios, por lo que es difícil que dicha expansión se pueda sostener una vez que se ha corregido esa burbuja. No obstante, otro integrante expuso que, dada la gran magnitud de la política monetaria expansiva aplicada en Estados Unidos, es difícil identificar el PIB potencial en ausencia de estímulos. Enfatizó que no considera que el producto potencial de Estados Unidos haya caído sustancialmente. Argumentó además que en ese país se está dando un cambio de paradigma que permitirá un crecimiento sostenido que no provendrá del consumo ni del gasto derivado de las ganancias de capital en el sector vivienda, sino del sector empresarial, el cual se encuentra sano y con liquidez, con la posibilidad de incrementar rápidamente la inversión, e incluso, las exportaciones, en particular si se considera el gran desarrollo que ha tenido el sector energético.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que se anticipa un panorama de baja inflación mundial. Coincidió en que lo anterior es resultado de un entorno de crecimiento económico mundial modesto, en combinación con la tendencia a la baja de los precios de las materias primas, la cual ha reflejado la debilidad de la economía y el relajamiento de las tensiones geopolíticas. En este contexto, algunos miembros apuntaron que se espera que la política monetaria en la mayoría de los países se mantenga acomodaticia en los próximos meses. No obstante, un miembro afirmó que ahora es ligeramente mayor el número de bancos centrales que posiblemente incrementarán sus tasas de referencia en fechas próximas, aunque continúan siendo una minoría. Añadió que varios bancos centrales han incluido dentro de sus preocupaciones el impacto negativo de posibles presiones del tipo de cambio sobre la inflación, así como de salidas de capital.

La mayoría de los integrantes consideró que los mercados financieros internacionales han mostrado una evolución favorable en las últimas semanas, a raíz de la decisión de la Reserva Federal de mantener sin cambio su ritmo de compra de activos

y de las negociaciones en materia fiscal que se han llevado a cabo en el Congreso estadounidense. La mayoría afirmó que esta decisión dio lugar a una interrupción temporal del aumento de las primas de riesgo, resultando en una disminución en las tasas de interés de largo plazo y en una recuperación de los mercados financieros internacionales. Para el caso de México, la mayoría señaló que los mercados cambiario y de dinero operaron ordenadamente, lo que ha contribuido a una menor volatilidad en el tipo de cambio y en las tasas de interés y a que la prima por riesgo soberano se haya mantenido estable. No obstante, un integrante añadió que las tasas de interés de mediano y largo plazo de México aún parecen reflejar una considerable prima de plazo asociada con los eventos internacionales. La mayoría de los miembros concordó en que es probable que la incertidumbre vuelva a aumentar una vez que surjan nuevamente las expectativas de una modificación a la postura monetaria de la Reserva Federal o que se acerque la fecha límite para concluir las negociaciones relacionadas con el techo de endeudamiento público en Estados Unidos.

Todos los integrantes de la Junta coincidieron en que los indicadores más recientes sugieren que la actividad económica de México comenzó a mostrar signos de una incipiente recuperación en el tercer trimestre de 2013, y la mayoría agregó que este comportamiento se observa después de la fuerte desaceleración en el primer trimestre y una contracción en el segundo. En particular, algunos integrantes señalaron que el IGAE, la producción y exportaciones manufactureras, la construcción pública y el sector servicios presentan signos de recuperación. Asimismo, algunos miembros mencionaron que el ritmo de crecimiento de la base monetaria y el crédito bancario al sector privado, así como los indicadores adelantados y prospectivos de los gerentes de compra, apuntan a una evolución más favorable de la economía. La mayoría agregó que este comportamiento es reflejo del hecho de que algunos de los choques adversos que se manifestaron desde el segundo semestre de 2012 hasta la primera mitad de 2013 han comenzado a desvanecerse. En este sentido, un miembro indicó que, si bien ha sido más lenta de lo que se había anticipado previamente, la mejoría en la actividad económica de Estados Unidos, así como la depreciación del tipo de cambio real que se observó hacia mediados de este año, han impulsado la demanda externa. Asimismo, la mayoría coincidió en que también se ha observado una recuperación del gasto público, y en que se

tomaron medidas que mitigaron el problema de desabasto de gas natural que había afectado a la actividad económica, particularmente en el segundo trimestre de 2013. Por su parte, un miembro agregó que las condiciones monetarias también han sido favorables para la recuperación cíclica del gasto interno. Un miembro destacó, en este contexto, que los huracanes registrados en el tercer trimestre del año no parecerían haber afectado de manera importante la actividad económica. A pesar de lo anterior, algunos miembros sostuvieron que no se observan indicios claros de fortalecimiento del consumo ni de la inversión, la cual ha continuado mostrando signos de debilidad principalmente debido a la fuerte contracción del sector de la construcción y, en particular, del sector de vivienda.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que se anticipa que la economía mexicana continúe mostrando una recuperación en lo que resta del año y durante 2014. Algunos miembros afirmaron que se espera un mayor impulso proveniente del crecimiento estadounidense, y uno de ellos también consideró la presencia de bajas tasas de interés en términos reales como otro factor favorable. La mayoría indicó que el estímulo fiscal actualmente en proceso de aprobación en el Congreso también podría contribuir a la recuperación. No obstante, un miembro argumentó que el impulso derivado del estímulo fiscal podría ser limitado, y enfatizó que la recuperación dependerá de manera más fundamental de que se reactive la inversión privada, aumente la productividad y se creen más empleos, lo cual en buena medida podría ser resultado de las expectativas más favorables sobre el futuro de la economía mexicana que podría traer consigo el proceso de reformas estructurales.

En este contexto, la mayoría de los miembros señaló que el crecimiento del PIB de México para 2013 y 2014 que anticipan continúa siendo similar al de la reunión de política monetaria anterior, ubicándose por debajo de las proyecciones publicadas por el Banco de México en su último Informe sobre la Inflación. De manera relacionada, un miembro agregó que los pronósticos de los analistas se han revisado sólo ligeramente y continúan anticipando un escenario de recuperación en 2014. No obstante lo anterior, la mayoría de los miembros de la Junta señaló que prevalecen elevados riesgos a la baja para las previsiones de crecimiento de México, si bien menores que en la reunión anterior. Entre los principales riesgos a la baja, la mayoría indicó un posible debilitamiento de la economía de Estados Unidos, así como la posibilidad de episodios de

turbulencia en los mercados financieros internacionales asociados al manejo de las políticas monetaria y fiscal en ese país. Adicionalmente, la mayoría aseveró que existe el riesgo de que el proceso de reformas estructurales actualmente en discusión en el Congreso pudiera tener un alcance menor al anticipado por los agentes económicos. Finalmente, un miembro mencionó el persistente deterioro que ha presentado el sector de la construcción en nuestro país como un riesgo adicional para el crecimiento. Por su parte, un miembro aclaró que para el largo plazo el balance de riesgos es al alza, ante la perspectiva de los beneficios derivados de las reformas estructurales.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que prevalecen condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en su conjunto. Asimismo, indicó que anticipa que dichas condiciones se mantengan en el horizonte de tiempo relevante para la política monetaria. En particular, consideraron que la brecha del producto continuará en terreno negativo por un periodo prolongado, si bien algunos miembros mencionaron que se espera que ésta se vaya cerrando en el tiempo. En todo caso, la mayoría concluyó que en lo que resta de 2013 y durante 2014 no se prevén presiones de demanda sobre los precios.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió en que el comportamiento de la inflación ha sido favorable. Especificaron que la inflación general anual se ha ubicado por debajo de 3.5 por ciento desde julio de 2013 y ha disminuido hasta alcanzar 3.27 por ciento en la primera quincena de octubre. En este sentido, un integrante añadió que la inflación se ha comportado mejor a lo anticipado por el Banco de México hace algunos meses. En cuanto a la evolución de la inflación subyacente, la mayoría de los miembros señaló que ésta se ha mantenido alrededor de 2.5 por ciento por ya varios meses, cifra cercana a sus mínimos históricos, y uno agregó que la inflación de servicios también se ha ubicado por debajo de 2.5 por ciento. Un miembro apuntó que los efectos de los choques positivos sobre la inflación subyacente, aunque menores en el margen, continúan siendo significativos. La mayoría de los integrantes de la Junta destacó que el comportamiento de la inflación general puede explicarse en parte por la atonía de la actividad económica. Asimismo, argumentó que también ha contribuido el desvanecimiento de los choques de oferta que afectaron a la inflación no subyacente, que resultaron ser de carácter transitorio y no tuvieron efectos de segundo orden en el proceso de determinación de precios de la

economía. Otro miembro añadió que la moderación en los incrementos salariales también ha influido en el comportamiento favorable de la inflación. Por otra parte, la mayoría subrayó que los fenómenos meteorológicos que recientemente afectaron al país no han tenido hasta ahora un efecto significativo sobre la inflación, ni sobre el abasto.

Todos los miembros enfatizaron que, con la información disponible, se anticipa que el impacto de la reforma fiscal sobre la inflación de 2014 sea moderado. Algunos agregaron que, al ser un ajuste de una sola vez, su incidencia sobre los precios sería transitoria y no debiera dar lugar a efectos de segundo orden. Adicionalmente, un miembro complementó que existe una alta probabilidad de que se acelere la convergencia de la inflación al 3 por ciento si a partir de 2015 se mantiene el compromiso del Gobierno de reducir los déficits fiscales en el futuro y si entra en vigor la disposición de que los precios de las gasolinas se fijen según la inflación esperada. Así, la mayoría estimó una trayectoria para la inflación general anual convergente a la meta permanente en el mediano plazo.

En cuanto a las expectativas de inflación de corto plazo, un miembro mencionó que, para el cierre de 2013, éstas prácticamente se mantienen sin cambio si se eliminan algunas proyecciones extremas asociadas al impacto de los huracanes. La mayoría de los miembros coincidió en que las expectativas de inflación para el cierre de 2014 se han ajustado al alza en respuesta al impacto esperado que las modificaciones fiscales pudieran tener sobre ciertos precios relativos, si bien algunos integrantes resaltaron que éstas aún permanecen por debajo de 4 por ciento. Para el mediano y largo plazo, la mayoría de los miembros destacó que las expectativas de inflación se han mantenido estables, si bien algunos miembros apuntaron que éstas han permanecido por arriba del objetivo permanente de inflación.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado, mientras que otro integrante argumentó que los riesgos al alza se mantienen aproximadamente iguales que en la reunión previa. Como riesgo a la baja, la mayoría señaló la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica en México resulte menor a la anticipada por los analistas. Además, la mayoría concordó en que en el mediano plazo avances en el proceso de reformas estructurales podrían permitir un mayor crecimiento con menor inflación. A pesar de lo

anterior, la mayoría de los miembros de la Junta recalcó que la trayectoria prevista para la inflación también enfrenta diversos riesgos al alza, entre los que destacó la posibilidad de ajustes en el tipo de cambio, los cuales podrían derivarse de episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales o de que las reformas estructurales no cumplan con las expectativas. No obstante, la mayoría coincidió en que, en dado caso, dicho ajuste cambiario, dependiendo de su tamaño, tendría efectos acotados y temporales sobre la inflación, toda vez que el traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los precios es moderado. Sin embargo, afirmó que, entre otros, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a este tipo de eventos. Un integrante más mencionó también como riesgo al alza los incrementos mayores a los esperados del componente de precios no subyacente, así como el riesgo de efectos de segundo orden provenientes de choques de esa naturaleza. Por su parte, un miembro sostuvo que, a pesar de que el impacto sobre la inflación de corto plazo de las medidas fiscales propuestas se estima sería relativamente reducido, éste no es nulo y, por lo tanto, es necesario vigilar que no se afecten las expectativas de inflación ni se presenten efectos de segundo orden. No obstante, agregó que dicho efecto podría no ser de primera importancia dada la fase del ciclo por la que está atravesando la economía, en la que posiblemente el traspaso de cambios en precios relativos a la formación de precios en general en la economía sea reducido.

Todos los miembros de la Junta consideraron conveniente una reducción del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria de 25 puntos base. Para sustentar esta posición, la mayoría argumentó que la inflación ha mostrado un desempeño favorable en un entorno de una pronunciada desaceleración de la economía mexicana y que se anticipa que prevalezcan condiciones de holgura por un tiempo prolongado, aunque reduciéndose en el horizonte en que opera la política monetaria. Además, afirmaron que no se prevén presiones generalizadas sobre la inflación en el futuro próximo y que se estima que la reforma fiscal tenga un efecto moderado y temporal. En este mismo sentido, algunos integrantes de la Junta sostuvieron que es probable que el inicio de la reducción de la compra de activos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos se posponga por un mayor tiempo, hasta que haya evidencia de una mejoría en la economía y en el mercado laboral. Otro miembro añadió que esta posposición podría ser significativa considerando además las limitaciones de otras políticas económicas en dicho país.

A pesar de estas consideraciones, un miembro arguyó que en otras circunstancias hubiera respaldado la postura de que se mantuviera sin cambios el objetivo para la tasa de interés de referencia por los siguientes motivos: que la actual postura monetaria ya le parece considerablemente laxa; que la expansión fiscal que se está discutiendo significará un estímulo para la actividad económica; que el mayor déficit fiscal previsto para los próximos años podría poner en riesgo el comportamiento de las expectativas de inflación; que los efectos de la eventual moderación del estímulo monetario en Estados Unidos podrían ser más severos entre más laxa sea la política monetaria en México; que una disminución en la tasa de interés podría implicar una tasa de interés real negativa, lo cual podría generar desequilibrios; y que podría estarse perdiendo la oportunidad de conducir las expectativas de inflación al objetivo del 3 por ciento. A pesar de estas razones, afirmó que lo extraordinario de la situación actual lo llevó en esta ocasión a estar a favor de disminuir la tasa de referencia.

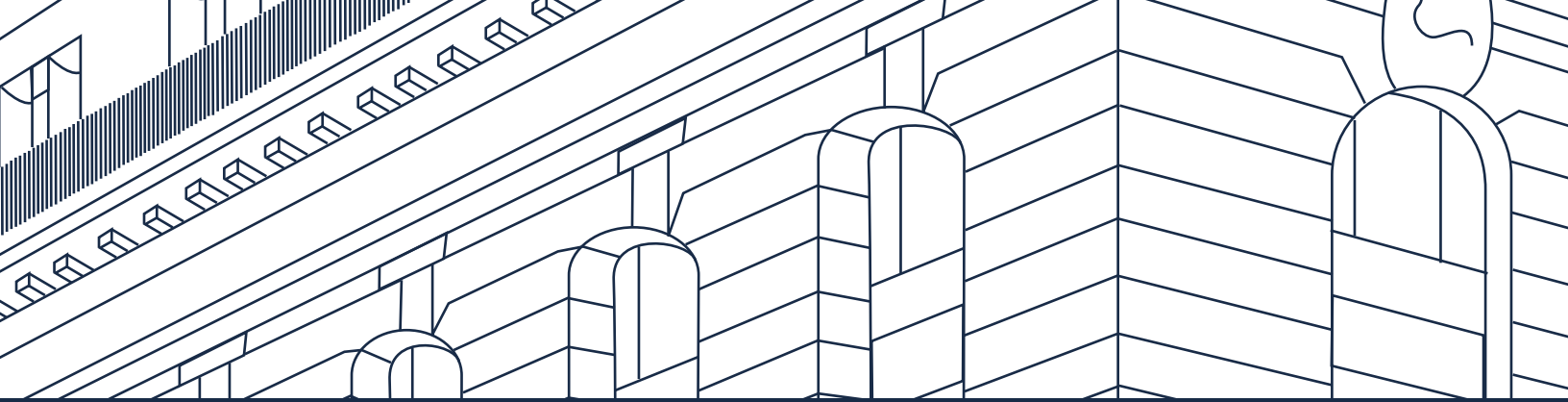
Los integrantes de la Junta concordaron en que, una vez que se disminuya la tasa de referencia en esta ocasión, no sería recomendable hacer reducciones adicionales al objetivo para la tasa de interés en el futuro previsible, y que esta postura debiera transmitirse al mercado. En este contexto, un miembro enfatizó que las condiciones cíclicas de la economía van a mejorar debido a la combinación de política fiscal y condiciones monetarias, si bien agregó que con base a una comparación entre el crecimiento histórico y el anticipado en promedio para este año y el siguiente, no parecería que los estímulos sean excesivos. Asimismo, apuntó que se proyecta que la brecha del producto se vaya cerrando gradualmente. También recalcó que la tasa real de interés de corto plazo se encuentra

cercana a cero y que en el caso de México, a diferencia de lo ocurrido en algunas economías avanzadas, no parecería requerirse una tasa real de corto plazo ex ante negativa. Adicionalmente, los miembros de la Junta señalaron que el nivel de los requerimientos financieros del sector público programados para el próximo año pudiera propiciar un riesgo en términos de las expectativas que pudiera generar. Finalmente, un integrante concluyó que una reducción adicional en la tasa de referencia no contribuiría a una mayor actividad económica y sí podría generar riesgos de estabilidad financiera en el futuro.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Teniendo en consideración el entorno descrito, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad de votos disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base para ubicarlo en 3.50 por ciento.

Tomando en cuenta la política fiscal prevista, la Junta estimó que la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento, pero consideró que no serán recomendables reducciones adicionales al objetivo para la tasa de interés de referencia en el futuro previsible. En todo caso, la Junta se mantendrá atenta a que los cambios de precios relativos derivados de las modificaciones fiscales no causen efectos de segundo orden sobre la inflación. Asimismo, se mantendrá vigilante a las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tengan la evolución de la actividad económica y la postura monetaria relativa de México frente a Estados Unidos, entre otros factores, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 8 de noviembre de 2013

