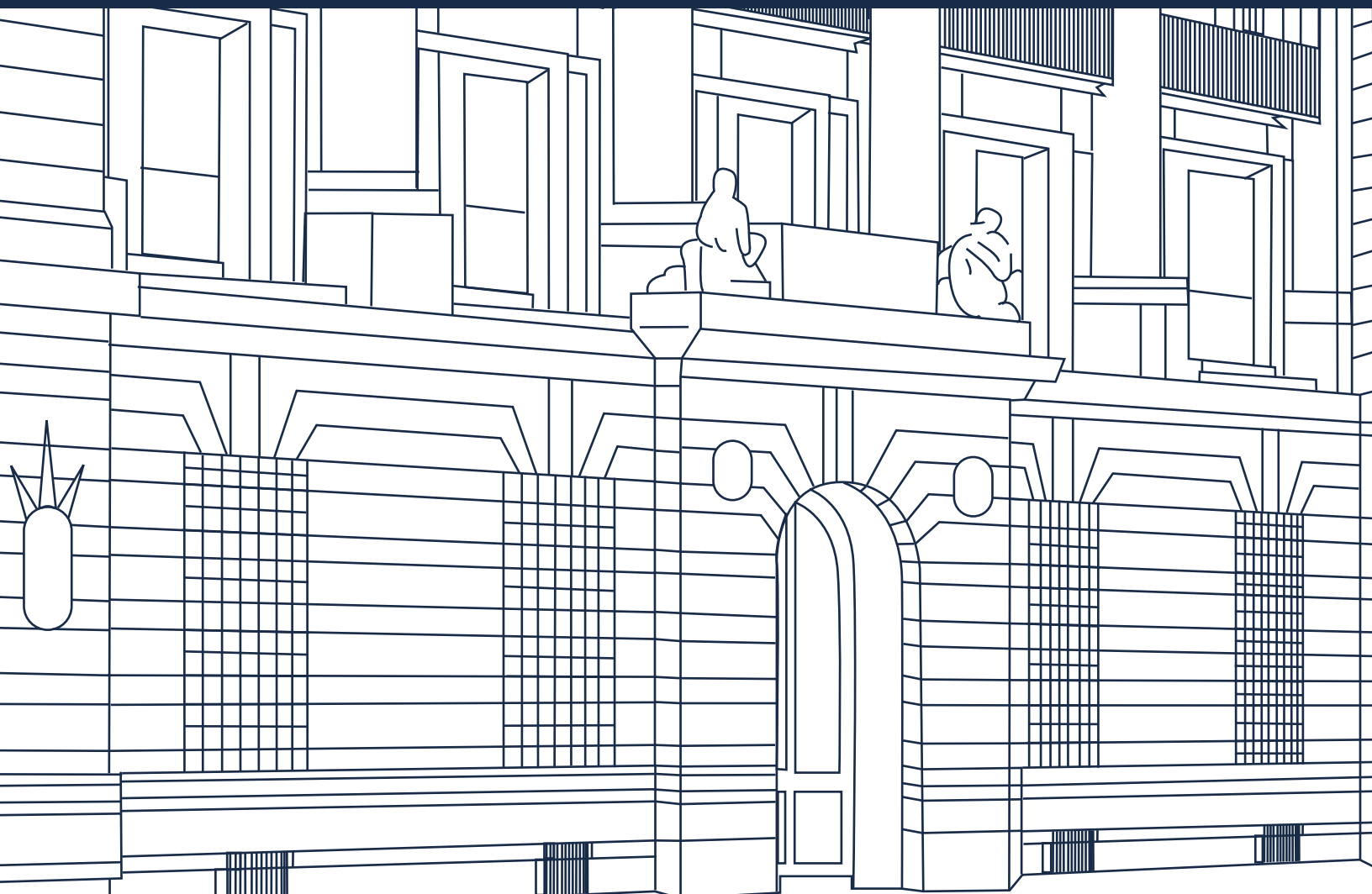




BANCO DE MÉXICO

Minuta número 24

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 6 de diciembre 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: 5 de diciembre 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.

Lic. Fernando Luis Corvera Caraza, Secretario de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas.

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE Y PERSPECTIVAS

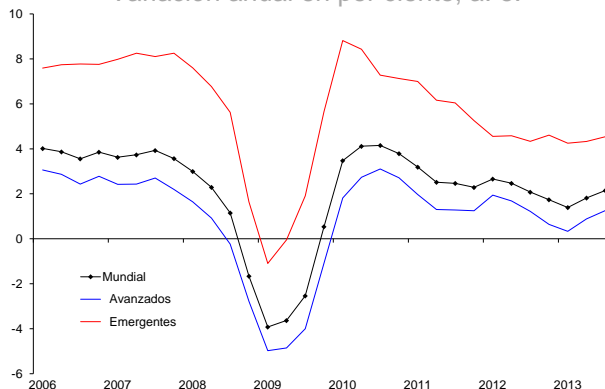
La presente Sección fue elaborada por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México.

2.1. Perspectiva económica internacional

La economía mundial siguió recuperándose durante el tercer trimestre de 2013, aunque todavía a un ritmo moderado (Gráfica 1). No obstante, en los mercados financieros internacionales ha prevalecido un entorno de volatilidad como reflejo, principalmente, de la incertidumbre en torno a las medidas que en los siguientes meses podría llevar a cabo la Reserva Federal en Estados Unidos. En este contexto, las tasas de interés de mayor plazo en dicho país y en la mayoría de los países han presentado una tendencia al alza como resultado del proceso de descompresión de primas de riesgo.

Gráfica 1 Producto Interno Bruto Mundial

Variación anual en por ciento, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Nota: El cálculo del PIB para el 3T 2013 incluye estimados para: Colombia y Turquía. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 86.1% del PIB mundial medido en términos de paridad de poder de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics y JPMorgan.

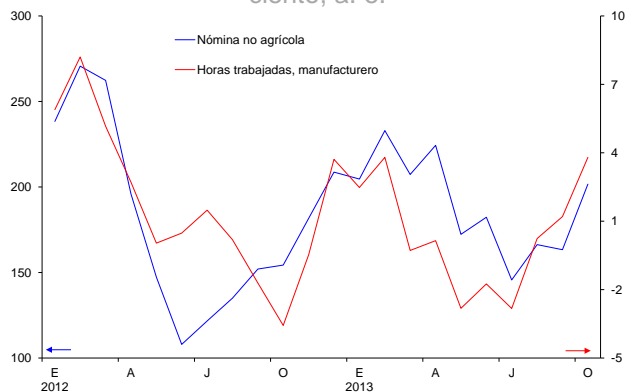
La actividad económica en Estados Unidos ha continuado expandiéndose gracias al fortalecimiento gradual de la demanda privada y al desvanecimiento del impacto de la consolidación fiscal que tuvo lugar en la primera parte del año. Asimismo, la actividad manufacturera ha seguido creciendo en los últimos meses, si bien aún persisten diferencias importantes entre sectores. De este modo, el PIB de ese país creció 3.6 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el tercer trimestre del año, por encima del 2.5 por ciento registrado en el segundo trimestre, y los indicadores disponibles apuntan a que en el cuarto trimestre continuará la recuperación, a pesar de los efectos temporales del cierre parcial del gobierno federal.

En este sentido, existen indicios de una mayor fortaleza de la demanda interna en Estados Unidos. El consumo privado está siendo apoyado por una mejoría en el ingreso personal disponible. Los indicadores recientes también sugieren una estabilización del mercado de vivienda, luego del impacto negativo del alza en las tasas de interés hipotecarias sobre este mercado. Los permisos de construcción repuntaron significativamente en octubre, en tanto que la confianza de los constructores se mantuvo sin cambios en noviembre. Además, los precios de las casas continuaron al alza en el tercer trimestre, apoyados por bajos niveles de inventarios y una gradual mejoría en la demanda.

El ritmo de crecimiento del empleo ha aumentado. En particular, la nómina no agrícola y el número de horas trabajadas en el sector manufacturero han registrado una mejoría en relación con lo observado durante el verano (Gráfica 2). Además, la tasa de desempleo ha disminuido en cerca de 3 puntos porcentuales desde su nivel máximo de 10 por ciento en octubre de 2009, ubicándose actualmente en 7.3 por ciento. Sin embargo, la tasa de participación y las tasas de contratación y separación no se han recuperado.

Gráfica 2
EUA: Nómina No Agrícola y Total de Horas Trabajadas en Sector Manufacturero

Promedio móvil de 3 meses del cambio mensual en miles y variación sobre 3 meses anualizada en por ciento, a. e.



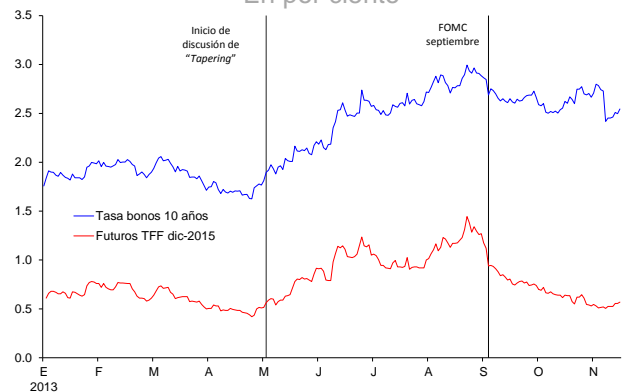
a. e./ Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: BLS.

En este contexto, existe incertidumbre sobre posibles adecuaciones al programa de compra de activos y al esquema de la guía futura de la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal. Cabe recordar que esta institución dejó entrever, en mayo de este año, la posibilidad de reducir el ritmo de compra de activos durante la segunda mitad de 2013, de materializarse las expectativas de mejoría en el mercado laboral y ante un repunte en el crecimiento de la economía. Lo anterior generó de inmediato un incremento en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, al considerarse que la Reserva Federal pudiera también empezar a subir su tasa de referencia antes de lo esperado. Para atenuar esta percepción y ante el surgimiento de información mixta sobre la evolución de la economía y la incertidumbre derivada del cierre

temporal del gobierno federal, la Reserva Federal decidió mantener sin cambio el ritmo de compra de valores en sus reuniones de septiembre y octubre pasados. Además, enfatizó que el inicio del ciclo de alzas en la tasa de interés de referencia estaba aún muy lejos, posiblemente después de que el umbral de la tasa de desempleo de 6.5 por ciento se haya rebasado. Esto último siempre y cuando no se pusiera en riesgo el logro de la meta de inflación. De esta manera, las expectativas sobre la primera alza en la tasa de interés de política por parte de la Reserva Federal han regresado a los niveles que prevalecían en mayo. Lo anterior, a pesar de que las tasas de los bonos de largo plazo se han mantenido al alza ante el aumento de la probabilidad de que inicie la disminución del ritmo de compra de activos en los próximos meses (Gráfica 3).

Gráfica 3
EUA: Futuros de la Tasa de Fondos Federales y Rendimiento del Bono del Tesoro a 10 Años

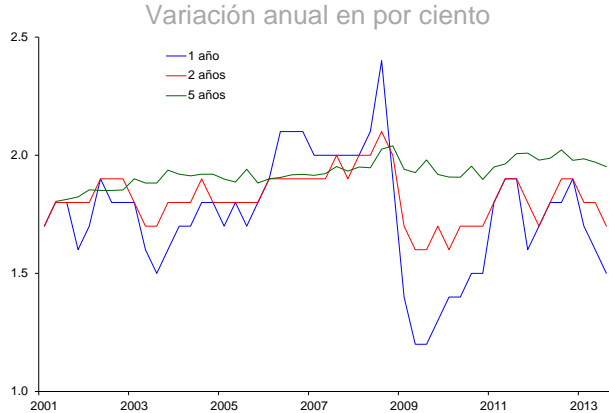
En por ciento



Fuente: Bloomberg.

En la zona del euro, la incipiente recuperación de la actividad económica continúa endeble. El PIB creció 0.1 por ciento a tasa trimestral en el tercer trimestre, después de haberse expandido 0.3 por ciento en el segundo trimestre. Esta debilidad en la actividad económica ha resultado en una menor inflación. Asimismo, se han revisado a la baja las expectativas de inflación, de modo que las correspondientes a los próximos dos años se ubican por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE), de una inflación cercana pero menor al 2 por ciento (Gráfica 4).

Gráfica 4
Zona del Euro: Expectativas de Inflación para 1, 2 y 5 años Adelante

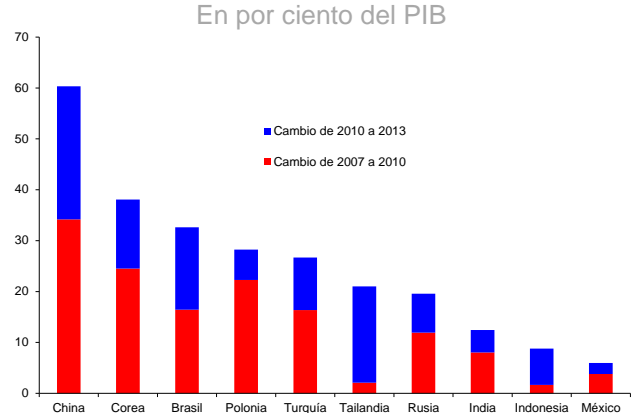


Las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están limitadas por la lenta recuperación del mercado laboral, el poco avance en el proceso de desendeudamiento del sector privado con relación a otras economías avanzadas y la debilidad del sistema bancario europeo. Persiste la débil extensión de crédito, particularmente para las corporaciones no financieras. Esta fragilidad es producto de una todavía elevada fragmentación financiera, la persistente atonía de la demanda interna, y del actual ajuste en los balances del sector financiero.

En este entorno, el BCE adoptó una posición más acomodaticia en su reunión de noviembre, al disminuir sus tasas de referencia. Considerando los riesgos de que la inflación continúe reduciéndose, las autoridades monetarias han dejado abierta la posibilidad de llevar a cabo medidas adicionales para apoyar el crecimiento de la región.

Las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes han sido revisadas en general a la baja para 2013 y 2014. Un factor de riesgo para el panorama de estos países es el fuerte crecimiento observado en el crédito al sector privado no financiero desde el inicio de la crisis (Gráfica 5), el cual podría ser no sostenible en un entorno de mayores tasas de interés.

Gráfica 5
Economías Emergentes: Crédito al Sector Privado



Los precios internacionales de las materias primas continuaron disminuyendo durante las últimas semanas. En el caso del petróleo crudo, la caída en los precios se debió a una mayor producción en Estados Unidos, Canadá y el Mar del Norte y a una disminución en los riesgos geopolíticos en Medio Oriente, además de una menor demanda por crudo. Por su parte, los precios de los granos siguieron descendiendo debido al incremento de la oferta proveniente de los principales exportadores de maíz y trigo como resultado de condiciones climatológicas favorables que compensaron una mayor demanda, en particular de maíz, por parte de las economías emergentes.

Como se ha señalado, la incertidumbre sobre el posible inicio de la reducción en la compra de activos por parte de la Reserva Federal ha propiciado a partir de mayo una mayor volatilidad en los flujos de capitales, la depreciación de los tipos de cambio y el aumento en las tasas de interés de mayor plazo de las economías emergentes. Si bien la caída en los precios de los activos de estas economías se revirtió parcialmente después de la decisión de la Reserva Federal de mediados de septiembre de no modificar dichas compras, la persistente incertidumbre sobre el rumbo de la política monetaria en Estados Unidos ha provocado, como se describe en la siguiente sección, que continúe la volatilidad en los mercados financieros internacionales, en particular en aquellos países con mayores vulnerabilidades macroeconómicas.

En este entorno, y considerando el débil ritmo de recuperación de la actividad económica mundial y la baja inflación externa prevista, se espera que la política monetaria en gran parte de las economías avanzadas y emergentes se mantenga acomodaticia en los próximos meses.

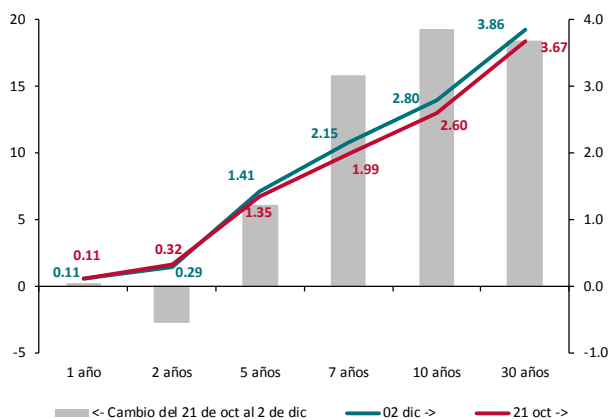
2.2. Evolución financiera reciente

2.2.1. Mercados financieros de países desarrollados

En las últimas semanas los mercados financieros estuvieron influenciados principalmente por la evolución de la actividad económica en Estados Unidos y por la expectativa de posibles cambios en la política monetaria de la Reserva Federal. Por un lado, la posibilidad de que dicho banco central empiece a disminuir el ritmo de compra de activos en los próximos meses, generó que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos presentaran incrementos cercanos a 20 puntos base en el último mes y medio. Por el otro, la expectativa de que la tasa de referencia en ese país se mantenga en los niveles actuales (entre 0% y 0.25%) por un periodo prolongado, aun después del fin del programa de compras y de que la tasa de desempleo disminuya por debajo de 6.5%, contribuyó a que las tasas de interés de corto plazo se mantuvieran en niveles históricamente bajos. Derivado de lo anterior, se observó un fuerte empujamiento de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (Gráfica 6 y Gráfica 7).

Gráfica 6
Estados Unidos: Curva de rendimientos de instrumentos del Tesoro

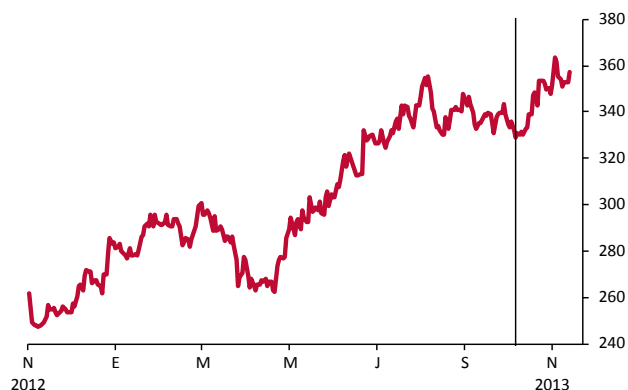
Puntos base, porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 7
Estados Unidos: Diferencial entre la tasa de interés de la nota del Tesoro de 30 años y la de 2 años

Puntos base

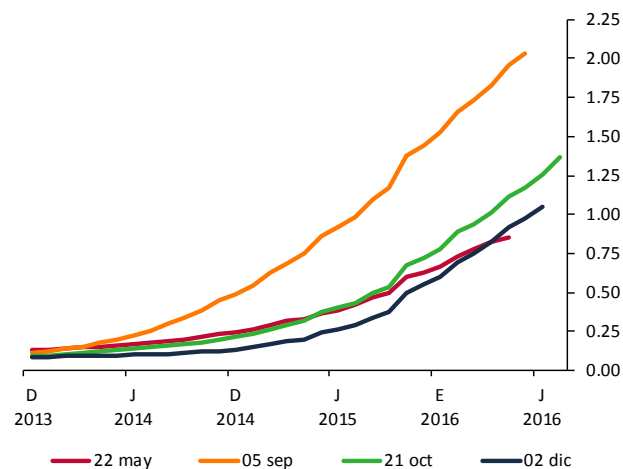


Fuente: Bloomberg.

Adicionalmente, como ya se mencionó, las tasas de interés de corto plazo implícitas en distintos activos financieros sugieren que el inicio del ciclo restrictivo en Estados Unidos podría darse hacia finales de 2015, cuando hace un par de meses todavía se esperaba que comenzara tan pronto como en diciembre de 2014 (Gráfica 8).

Gráfica 8
Estados Unidos: Curva de futuros de la tasa de Fondos Federales

Porcentaje

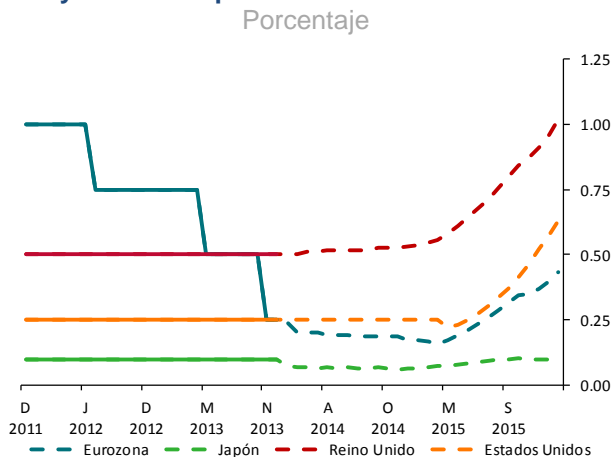


Fuente: Bloomberg.

En otros países desarrollados también se anticipa que las autoridades monetarias mantengan sus tasas de referencia en niveles históricamente bajos en el futuro previsible (Gráfica 9). Esta postura monetaria se debe a un escenario de débil crecimiento económico e inflación con tendencia

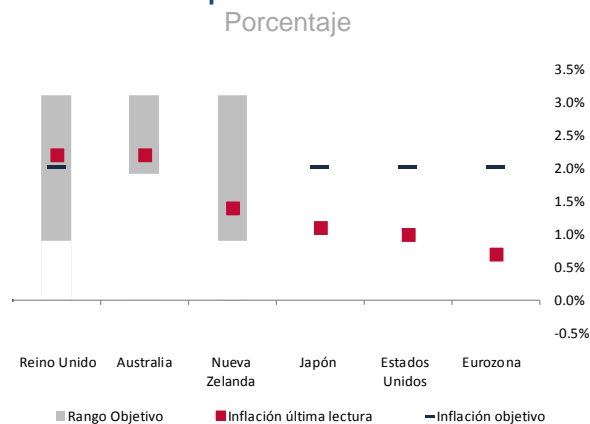
descendente. De hecho, la tasa de inflación en varios países avanzados incluso se ubica por debajo de los objetivos de política monetaria fijados (Gráfica 10).

Gráfica 9
Tasa de referencia de países seleccionados y trayectorias implícitas en las curvas de OIS*



*OIS: Swap de tasa de interés interbancaria efectiva a un día.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 10
Objetivos de inflación e inflación observada anual de países seleccionados



Fuente: Bloomberg.

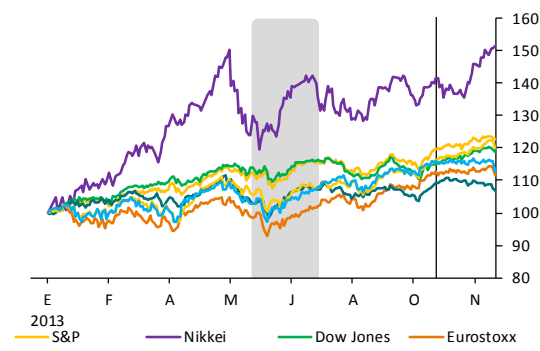
La expectativa de que las tasas de interés de corto plazo en los principales países desarrollados (incluyendo Estados Unidos) se mantengan en niveles bajos ayudó a que la mayoría de los mercados financieros de dichas economías mostraran una evolución estable. Esto a pesar de que es cada vez más probable que la Reserva Federal inicie su programa de reducción de compra

de activos en los próximos meses. Lo anterior contrasta con lo observado durante mayo y junio, cuando los mercados financieros mostraron un deterioro muy importante al conocer por primera vez que la Reserva Federal podría iniciar a disminuir el ritmo de expansión de su balance en el futuro cercano.

Así, desde la última reunión de política monetaria, la mayoría de los índices accionarios mostraron avances moderados, acumulando incrementos de entre 15% y hasta 50% en lo que va del año. Destaca particularmente el aumento de la bolsa en Japón ante la expectativa de que el banco central de ese país continúe instrumentando medidas agresivas de estímulo monetario (Gráfica 11).

Gráfica 11
Comportamiento de los principales índices accionarios de países desarrollados

Índice 31 de diciembre 2012 = 100

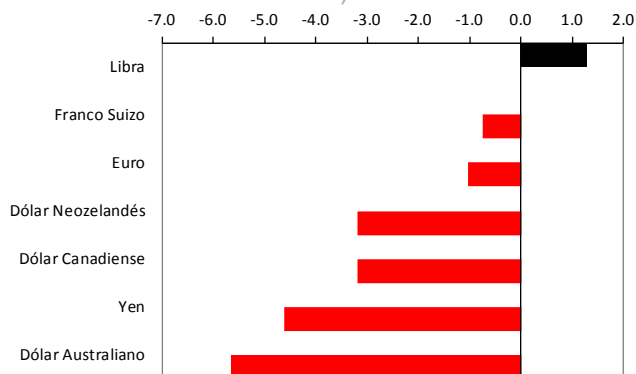


Nota: La línea vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Bloomberg.

En lo que toca al mercado cambiario, el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las divisas, reflejando las diferentes posiciones cíclicas de la política monetaria (Gráfica 12). En efecto, por un lado se espera una gradual disminución del ritmo de expansión del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal, mientras que en otros países industrializados se anticipa un sesgo hacia una política monetaria más acomodaticia que la actual.

Gráfica 12 Variación porcentual de las principales divisas frente al dólar

Porcentaje (del 21 de octubre al 2 de diciembre de 2013)

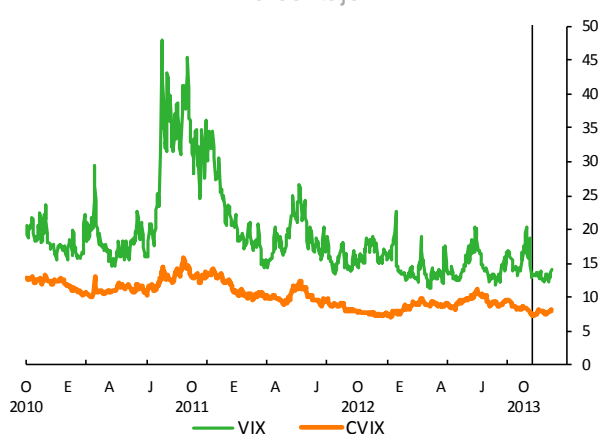


Fuente: Bloomberg.

Finalmente, cabe destacar que la volatilidad implícita en diversos activos financieros se redujo respecto a la observada en el segundo trimestre del año. Dicha disminución sugiere que los mercados financieros ya han incorporado parcialmente la posibilidad de que la Reserva Federal reduzca el ritmo de su programa de compra de activos antes de que finalice el primer trimestre de 2014, por lo que la reacción de los mercados cambiarios, accionarios y crediticios a dicho evento podría ser menos abrupta a las observadas en los últimos meses (Gráfica 13 y Gráfica 14).

Cabe destacar que aun cuando recientemente los movimientos en los mercados financieros han sido más ordenados, no pueden descartarse nuevos periodos de volatilidad derivados principalmente de eventos de riesgo en Estados Unidos. Al respecto, destaca la posible falta de acuerdos en el Congreso de ese país en torno al presupuesto fiscal y el techo de endeudamiento, así como una reacción más fuerte a la prevista por parte de los inversionistas ante la posible disminución del estímulo monetario en ese país.

Gráfica 13 Volatilidad implícita en las opciones del S&P 500 (VIX) e índice de volatilidad implícita en divisas (CVIX)



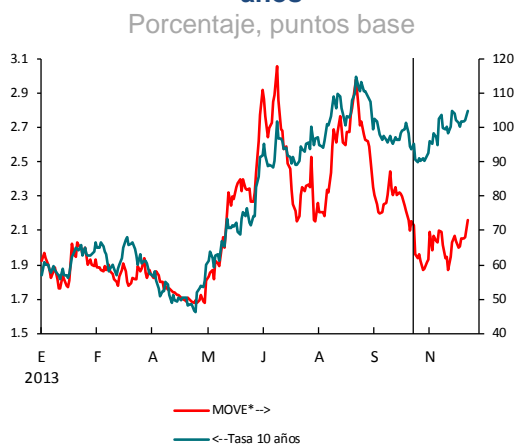
*VIX: Índice de volatilidad implícita de opciones sobre el índice S&P500 a un plazo de vencimiento de entre 1 y 2 meses. El índice es calculado por el Chicago Board Options Exchange (CBOE).

*CVIX: Índice de volatilidad implícita de opciones sobre las divisas de mayor operatividad a nivel global a un plazo de vencimiento de 3 meses. El índice es calculado por Deutsche Bank.

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

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 14 Volatilidad implícita anual en los bonos del Tesoro Norteamericano (MOVE)* y nota de 10 años



*MOVE: (Merrill Option Volatility Estimate): promedio ponderado de volatilidad implícita en opciones a un mes sobre bonos del Tesoro estadounidense de distintos plazos: 2, 5, 10 y 30 años.

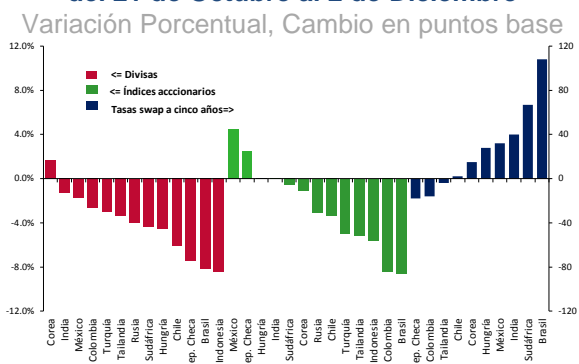
Nota: La línea vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria de Banco de México.

Fuente: Bloomberg.

2.2.2. Mercados emergentes

Los precios de los activos financieros de los países emergentes mostraron en su mayoría variaciones negativas, lo cual se debió principalmente a la ya mencionada expectativa de una reducción en el ritmo de compras de activos de la Reserva Federal. Así, desde la última decisión de política monetaria a la fecha, las divisas de estos países mostraron depreciaciones frente al dólar, los índices accionarios presentaron retrocesos generalizados, y las tasas de interés registraron incrementos importantes, particularmente en los plazos más largos de la curva de rendimientos (Gráfica 15). Cabe destacar que esto último a su vez provocó que en muchos de estos países la pendiente de la curva de rendimientos alcanzara los niveles más altos del año. Los movimientos más abruptos se observaron en los países que sufren de mayores vulnerabilidades macroeconómicas.

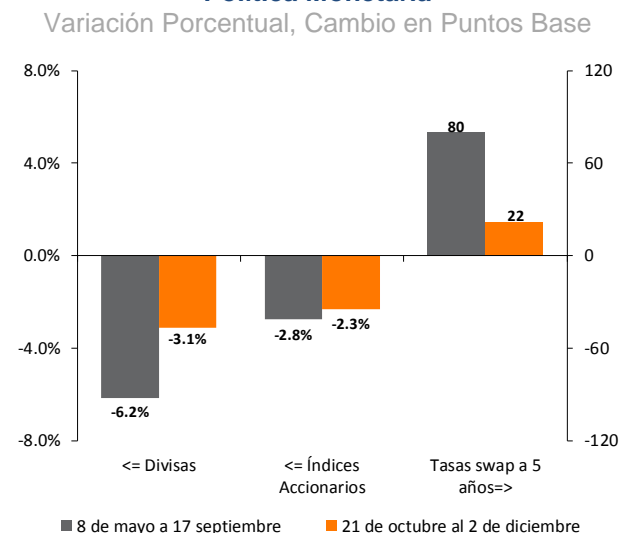
Gráfica 15
Desempeño de los Mercados Financieros de Países Emergentes del 21 de Octubre al 2 de Diciembre



Fuente: Bloomberg.

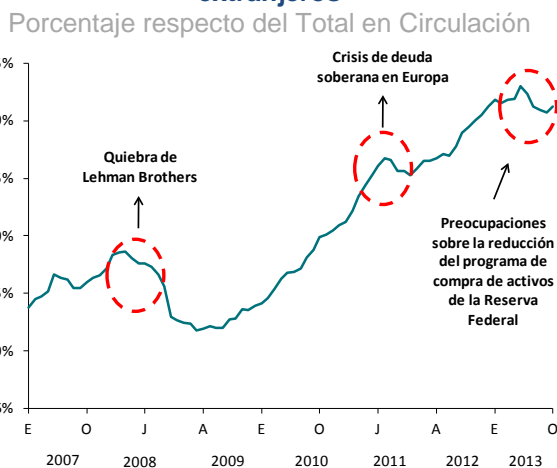
No obstante lo anterior, y a diferencia de lo ocurrido durante el periodo de mayo a septiembre de este año, en esta ocasión los ajustes en la mayoría de estos mercados fueron más moderados y con condiciones de operación mucho más ordenadas (Gráfica 16). Asimismo, durante este periodo también se observaron flujos más moderados de salida de capitales del conjunto de países emergentes (Gráfica 17).

Gráfica 16
Comparativo del desempeño de los activos en el periodo de mayo a la decisión de septiembre de la Reserva Federal y el actual periodo de Política Monetaria



Nota: Se consideró el promedio aritmético de los cambios porcentuales y de puntos base para los siguientes países: Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Malasia, México, Polonia, Rep. Checa, Sudáfrica, Tailandia y Taiwán.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 17
Tenencias de bonos locales de países emergentes por parte de inversionistas extranjeros



Incluye las tenencias de los siguientes países: Brasil, Indonesia, Hungría, Malasia, México, Polonia, Tailandia y Turquía.
Fuente: Ministerios de Finanzas y UBS.

En este contexto, los bancos centrales de los principales países emergentes continúan mostrando un comportamiento diferenciado en función de la coyuntura macroeconómica que enfrentan. Por un lado, los bancos centrales de países como Chile y Perú relajaron sus condiciones monetarias ante un mejor panorama inflacionario y una desaceleración de la actividad económica. Lo anterior contrastó con lo ocurrido en países como India, Brasil, Rusia, Indonesia, Turquía y Sudáfrica, donde las autoridades monetarias continuaron restringiendo su postura de política monetaria, así como interviniendo en sus mercados cambiarios en defensa de sus divisas (Gráfica 18).

Gráfica 18
Acciones Recientes de Política Cambiaria y Monetaria para diferentes países

| Acción | Tipo de Medida | País | Tasa de Referencia actual | Cambio en puntos base en la última decisión | Intervención Cambiaria (21 de octubre al 02 de diciembre) |
|--------------------|--------------------|-----------------|---------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| Política Monetaria | Restrictiva | India | 7.75% | 25 | - |
| | | Indonesia | 7.50% | 25 | - |
| | | Brasil | 10.00% | 50 | - |
| | Expansiva | Perú | 4.00% | 25 | - |
| | | Chile | 4.50% | 25 | - |
| | | Hungría | 3.20% | 40 | - |
| | | Tailandia | 2.25% | 25 | - |
| Política Cambiaria | Venta de dólares* | Brasil | - | - | 12,500 |
| | | Rusia | - | - | 3,500 |
| | | Turquía | - | - | 1,740 |
| | | Perú | - | - | 1,116 |
| | Compra de dólares* | Colombia | - | - | 304 |
| | | Israel | - | - | 620 |
| | | República Checa | - | - | 10,000 |

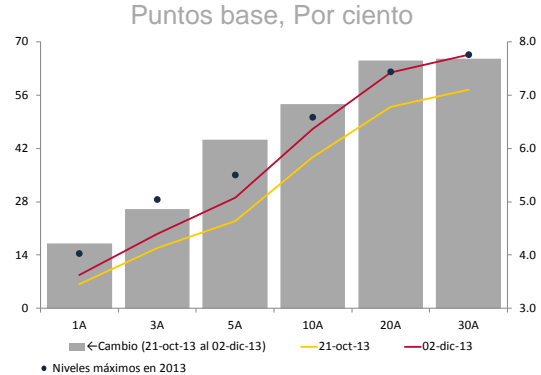
*Cifras en millones de dólares.

Fuente: Bancos Centrales.

2.2.3. Mercados en México

Al igual que en el caso de otros países emergentes, en México se observó una marcada sensibilidad de los precios de los activos a las variaciones en las expectativas sobre el rumbo que podría tomar la política monetaria en Estados Unidos. De esta manera, las tasas de interés aumentaron en todos los plazos, destacando los incrementos de más de 60 puntos base en los sectores más largos de la curva de rendimientos. Este incremento también provocó que la pendiente de la curva (medida a través del diferencial del bono de 3 y 30 años) aumentara 40 puntos base para ubicarse en el nivel más alto del año (Gráfica 19). Como ya se comentó, este importante incremento en la pendiente fue un fenómeno generalizado en los mercados emergentes e incluso en los de algunos países desarrollados.

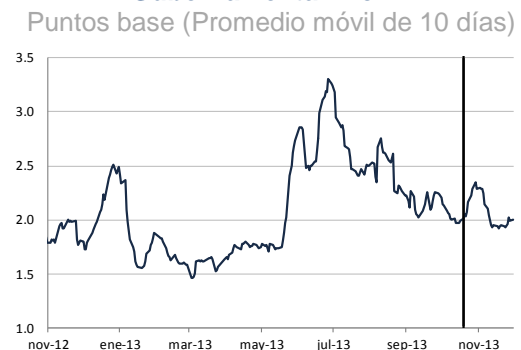
Gráfica 19
Curva de Rendimientos de Bonos Gubernamentales



Fuente: Banco de México con información de PIP.

El ajuste en las tasas de interés ocurrió en un contexto de condiciones razonables de operación en nuestros mercados financieros. Así, se observaron buenos volúmenes de operación y diferenciales de compra-venta competitivos en prácticamente todas las emisiones vigentes (Gráfica 20). Por otro lado, la tenencia de bonos gubernamentales denominados en pesos por parte de los inversionistas extranjeros se mantuvo en sus niveles máximos históricos (Gráfica 21).

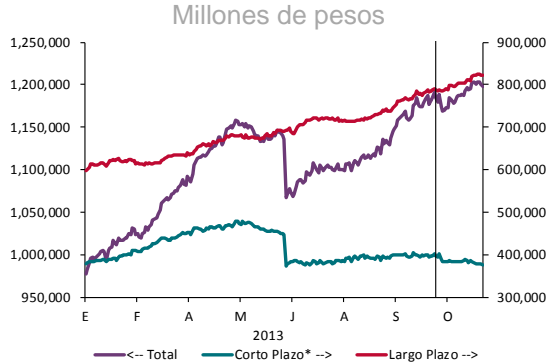
Gráfica 20
Diferencial de Compra-Venta del Bono Gubernamental Dic-24



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

Fuente: Banco de México.

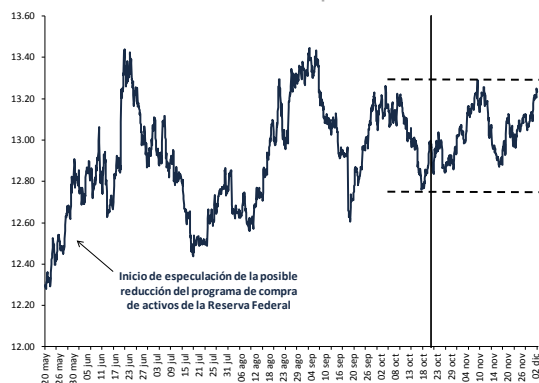
Gráfica 21
Tenencia de Bonos Gubernamentales por parte de Extranjeros



Nota: la línea negra vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria del Banco de México
*Bonos con vencimiento hasta junio de 2016.
Fuente: Banco de México.

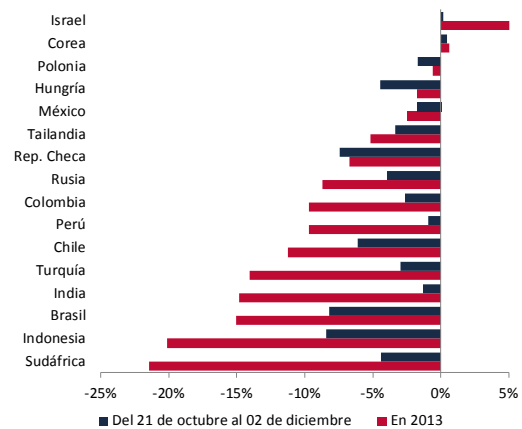
Por otro lado, durante este periodo la cotización del peso frente al dólar fluctuó en un rango relativamente acotado (13.30-12.80) para terminar en una paridad de 13.12 pesos por dólar, lo cual representó una depreciación de 1.3% desde la última decisión de política monetaria (Gráfica 22). El buen desempeño relativo del peso frente a otras divisas emergentes probablemente se debe a las mejores perspectivas para el crecimiento económico de México durante 2014 y al avance en las negociaciones para la aprobación de la reforma energética (Gráfica 23). En este mismo sentido, las expectativas de los analistas sobre el tipo de cambio continúan siendo favorables para los próximos meses (Gráfica 24).

Gráfica 22
Tipo de Cambio Peso Mexicano-Dólar



Nota: La línea vertical indica la fecha de la reunión anterior de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Bloomberg, observaciones cada dos horas.

Gráfica 23
Variación porcentual de divisas seleccionadas del 21 de octubre al 2 de diciembre y en 2013



Nota: Apreciación frente al dólar (+), depreciación (-).
Fuente: Bloomberg.

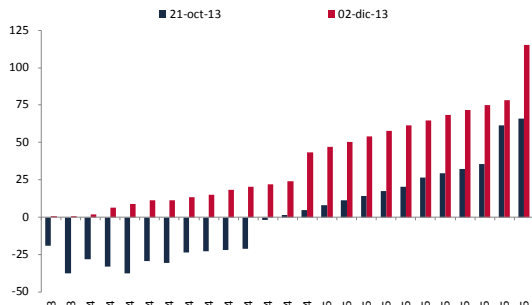
Gráfica 24
Expectativas sobre el tipo de cambio para los siguientes meses



Los puntos azules son los niveles que cada analista anticipa y el punto rojo es la mediana de las expectativas.
Fuente: Encuesta de expectativas recabada por Bloomberg a 30 analistas en noviembre de 2013.

En cuanto a la postura futura de política monetaria del Banco de México, las tasas implícitas en la curva de swaps de TIIE a 28 días indican que el mercado no espera cambios cuando menos en los próximos doce meses (Gráfica 25). Cabe destacar que esto es muy similar a lo esperado por el consenso de los principales analistas económicos.

Gráfica 25
Movimientos de la Tasa Objetivo Implícitos en la
Curva de Swaps de TIEE de 28 días
 Puntos base



Fuente: Banco de México con información de Bloomberg.

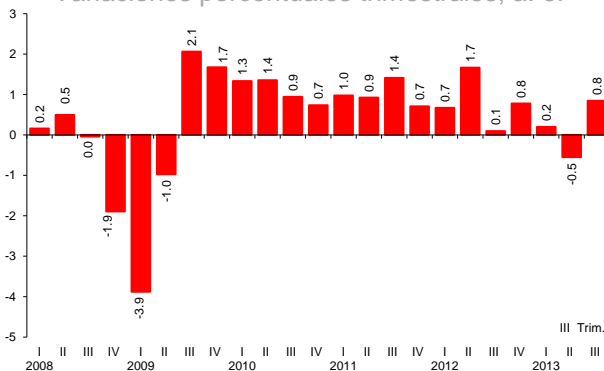
2.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México

2.3.1. Actividad económica

Después de la desaceleración que registró la economía desde la segunda mitad de 2012 y, en particular, de la caída trimestral en términos desestacionalizados que el PIB presentó en el segundo trimestre de 2013, durante el tercer trimestre la economía mexicana retomó una trayectoria positiva (Gráfica 26). Esto, como resultado de que parte de los efectos de los choques que habían afectado la actividad en los trimestres previos empezaron a desvanecerse.

Gráfica 26
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

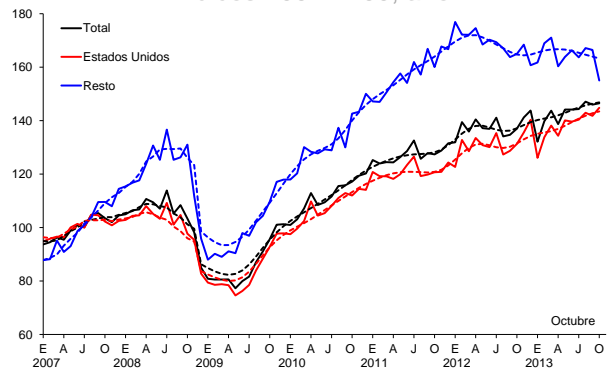


a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

El desempeño relativamente más favorable de la economía en el tercer trimestre de 2013 fue reflejo, en buena medida, de un mayor dinamismo de la demanda externa. En particular, las exportaciones manufactureras continuaron mostrando una tendencia positiva. Esto, debido al dinamismo que han exhibido las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, ya que las exportaciones destinadas al resto del mundo siguen presentando un estancamiento (Gráfica 27).

Gráfica 27
Exportaciones Manufactureras Totales
 Índices 2007 = 100, a. e.



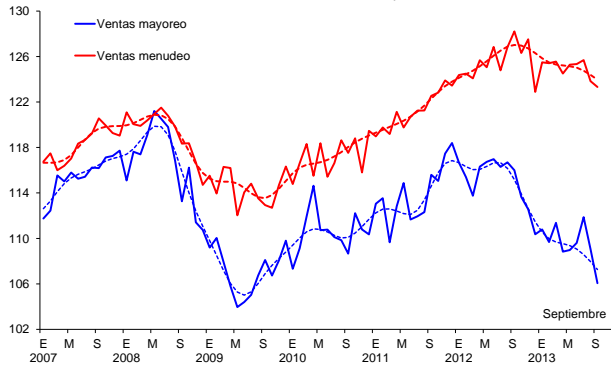
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Banco de México.

En contraste, los indicadores asociados a la demanda interna mostraron señales mixtas en cuanto a su evolución durante el tercer trimestre del año. En efecto, algunos indicadores referentes al consumo privado, así como la inversión, todavía no exhiben señales claras de recuperación.

En cuanto al consumo privado, las ventas en los establecimientos comerciales, así como el indicador de las ventas de la ANTAD continuaron presentando una trayectoria desfavorable (Gráfica 28 y Gráfica 29). Al respecto, si bien algunos factores que influyen en la evolución del consumo privado registraron una incipiente mejoría en meses recientes, como es el caso de las remesas (Gráfica 30), otros, como el Índice de Confianza de los Consumidores, no han exhibido un cambio favorable de tendencia (Gráfica 31).

Gráfica 28
Ventas en los Establecimientos Comerciales
 Índices 2003 =100, a. e.



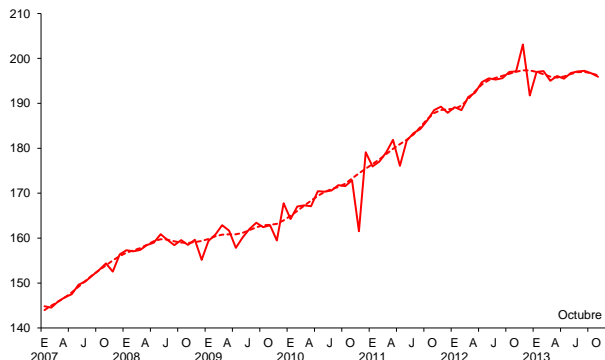
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Encuesta Mensual sobre los Establecimientos Comerciales (EMEC), INEGI.

Gráfica 31
Confianza del Consumidor
 Índice Enero 2003 =100, a. e.



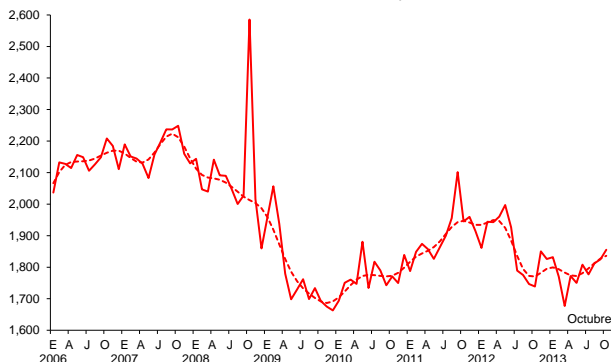
a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

Gráfica 29
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.

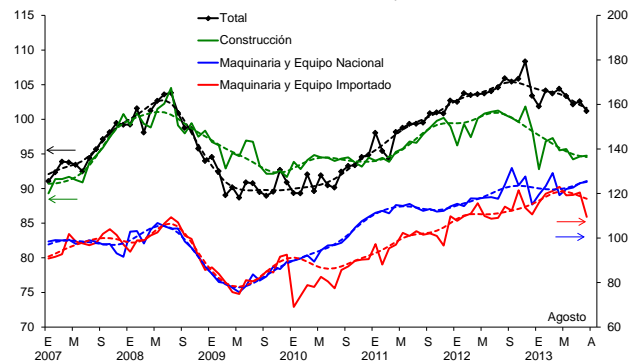
Gráfica 30
Remesas Familiares
 Millones de dólares, a. e.



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

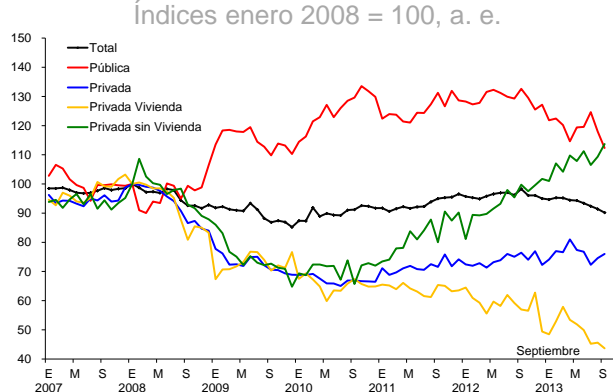
En cuanto a la inversión, destaca que la trayectoria negativa que ésta presentó en el tercer trimestre de 2013 refleja tanto una caída en la inversión en maquinaria y equipo importados, como la persistente tendencia negativa que ha venido exhibiendo el gasto en construcción, especialmente el correspondiente a la inversión en vivienda (Gráfica 32 y Gráfica 33).

Gráfica 32
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.

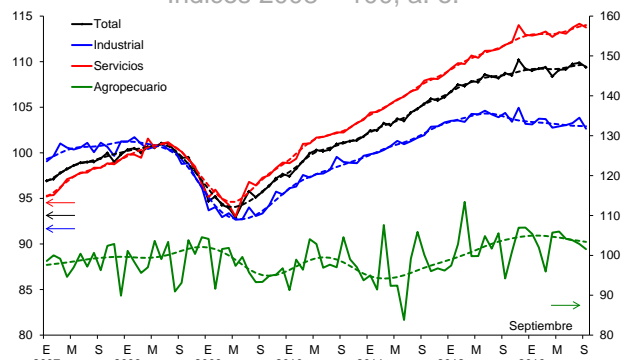
Gráfica 33
Valor Real de la Producción en la Construcción
por Sector Institucional Contratante



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

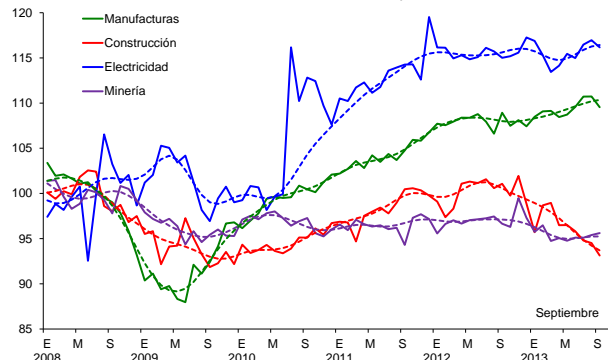
El relativamente mayor dinamismo de la demanda agregada durante el tercer trimestre del año condujo a que la actividad productiva mostrara una tasa de crecimiento positiva en el periodo julio-septiembre de 2013. Este mayor dinamismo se observó tanto en el sector industrial, en particular en la industria manufacturera, como en el de servicios (Gráfica 34 y Gráfica 35). Profundizando en el comportamiento de los servicios, destaca que, en congruencia con el crecimiento de las exportaciones, los servicios más asociados con la demanda externa, tales como los servicios de comercio y de transporte, correos y almacenamiento, exhibieron un desempeño más favorable que el registrado en el segundo trimestre de 2013 (Gráfica 36). Por su parte, aquéllos más asociados a la demanda interna, tales como los servicios de información en medios masivos, de dirección de corporativos y empresas, de esparcimiento y actividades culturales y de los de actividades de gobierno, presentaron un repunte en el periodo julio-septiembre de 2013 en relación al trimestre previo (Gráfica 37). En este sentido, cabe mencionar que en septiembre se logró subsanar el subejercicio del gasto público. A su vez, el ejercicio de dicho gasto para el mes de octubre estuvo en línea con lo programado.

Gráfica 34
Indicador Global de la Actividad Económica
 Índices 2008 = 100, a. e.



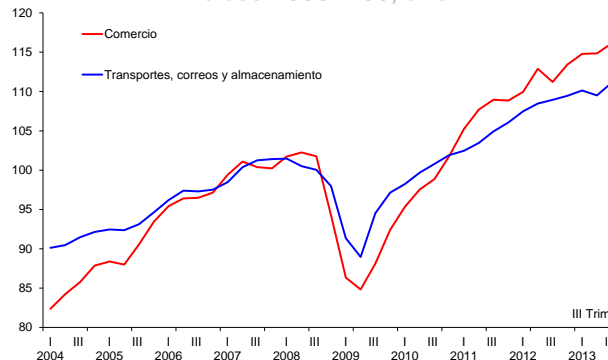
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 35
Actividad Industrial
 Índices 2008 = 100, a. e.



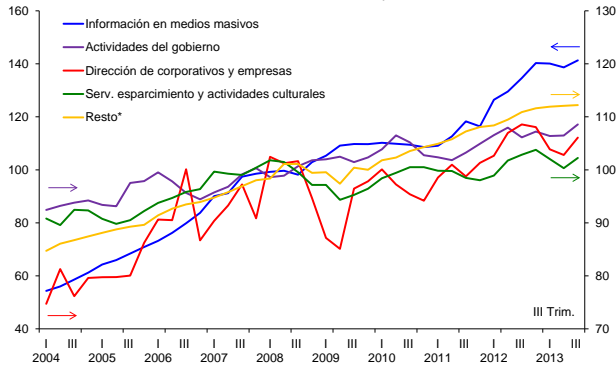
a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

Gráfica 36
PIB del Sector Servicios: Sectores Asociados a la Demanda Externa
 Índices 2008=100, a. e.



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

Gráfica 37
PIB del Sector Servicios: Sectores Asociados a la Demanda Interna
 Índices 2008=100, a. e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

*/El resto incluye los servicios profesionales, científicos y técnicos; servicios de apoyo a los negocios; servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles; servicios de salud; alojamiento temporal y preparación de alimentos; los servicios financieros y de seguros; los servicios educativos, y los otros servicios.

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

2.3.2. Inflación

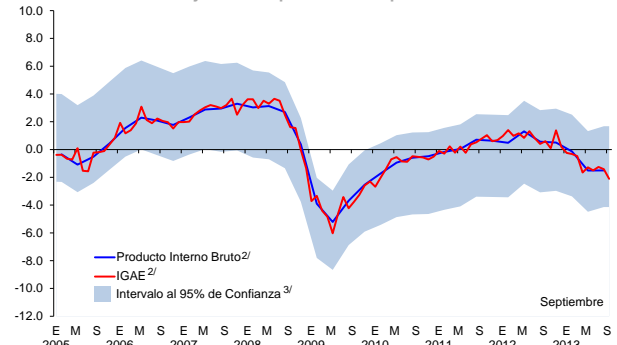
2.3.2.1. Determinantes de la inflación

No obstante el repunte que presentó la economía en el tercer trimestre de 2013, prevalece un considerable grado de holgura, en particular en los mercados de los principales insumos para la producción.

En efecto, la brecha del producto continuó en terreno negativo y, de hecho, exhibió cierta tendencia decreciente en el tercer trimestre de 2013 (Gráfica 38). Asimismo, los indicadores más oportunos sobre el mercado laboral sugieren que prevalecen condiciones de holgura en el mismo. En particular, las tasas de desocupación nacional y urbana siguen registrando niveles superiores a los observados antes de la crisis. Asimismo, en el tercer trimestre del año los incrementos salariales continuaron siendo moderados (Gráfica 39), lo cual, en combinación con el comportamiento que ha mostrado la productividad media del trabajo, se reflejó en que los costos unitarios de la mano de

obra se hayan mantenido en niveles bajos (Gráfica 40).

Gráfica 38
Estimaciones de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentajes del producto potencial, a.e.



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

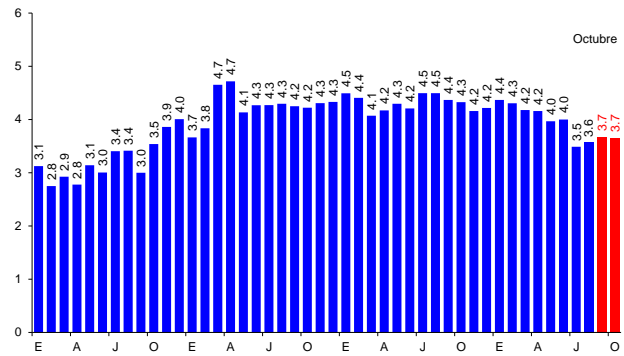
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2013; cifras del IGAE a septiembre de 2013.

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

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

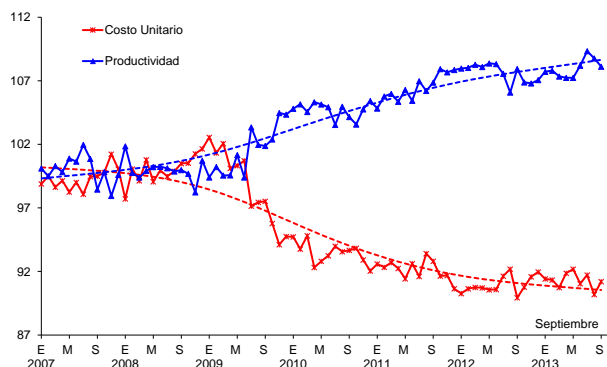
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

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



Fuente: IMSS

Gráfica 40
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
 Índices 2008 = 100, a. e.



. a.e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
 Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI

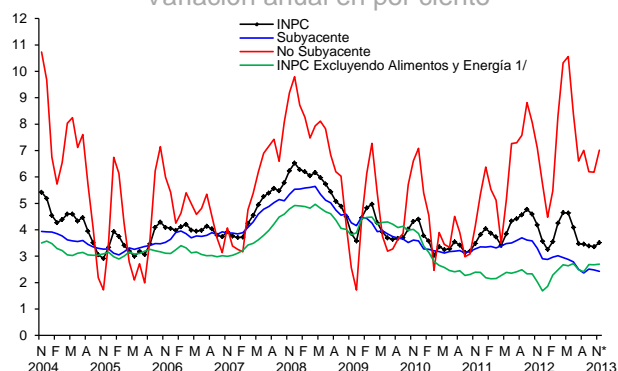
El financiamiento al sector privado no financiero continuó incrementándose en meses recientes. Las empresas privadas no financieras obtuvieron recursos principalmente a través de los mercados de deuda externa y de los préstamos bancarios. El crédito a los hogares continuó expandiéndose, si bien algunos segmentos han reducido su ritmo de crecimiento. En este contexto, las tasas de interés en los mercados internos de deuda y crédito bancario han exhibido una ligera tendencia a la baja. Por su parte, no obstante que algunos segmentos del mercado de crédito han observado cierto deterioro, éste no es generalizado y los índices de morosidad permanecen en niveles bajos. En la actualidad no se perciben indicios de sobrecalentamiento en los mercados de fondos prestables. Finalmente, conviene señalar que, en la medida en que las fuentes de recursos financieros de la economía continúen incrementándose, incluyendo las provenientes del exterior, la mayor utilización de recursos financieros por parte del sector público tendrá un efecto reducido sobre el monto de recursos disponibles para el financiamiento al sector privado.

2.3.2.2. Evolución y perspectivas de la inflación

La inflación general anual ha continuado en niveles reducidos, en buena medida como consecuencia de los niveles históricamente bajos de la inflación subyacente anual. En particular, la inflación general anual se ubicó en 3.51 por ciento en la primera quincena de noviembre (Gráfica 41 y Cuadro 1). Por su parte, la inflación subyacente anual se ha situado

en niveles inferiores a 2.50 por ciento. En particular, en la primera quincena de noviembre, ésta fue 2.43 por ciento (Gráfica 42 y Cuadro 1). Destaca la tendencia a la baja que ha exhibido el grupo de las mercancías desde finales de 2012, como resultado de dos factores principales: i) la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda ante el considerable grado de holgura que prevalece en la economía; y ii) la dilución de los incrementos en los precios de las materias primas internacionales que afectaron los costos de producción de algunos productos el año previo. En cuanto al subíndice de precios de los servicios, éste se ha mantenido por lo general en niveles por debajo de 3 por ciento desde hace ya casi tres años, beneficiándose de la mayor competencia que prevalece en algunos sectores de la economía. Este comportamiento de la inflación de servicios también sugiere la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda (Gráfica 43 y Cuadro 1).

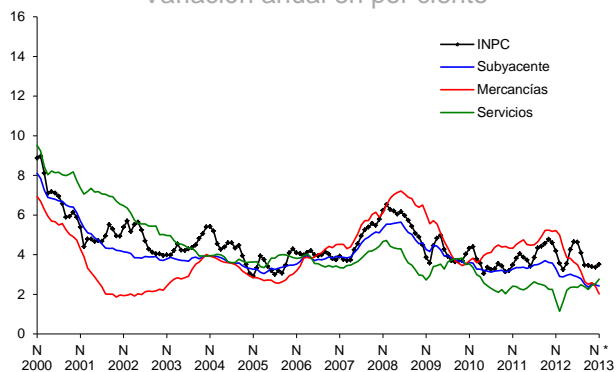
Gráfica 41
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



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

Por su parte, después de haber registrado un descenso importante en los meses previos derivado del desvanecimiento de los efectos de diversos choques, la variación anual del índice de precios no subyacente exhibió un repunte en la primera quincena de noviembre de 2013. Este resultado está asociado a incrementos transitorios en el precio de algunas verduras como el jitomate y la cebolla, cuya producción resultó afectada por lluvias inusuales en estados productores a finales de octubre y principios de noviembre. En lo que corresponde a los demás grupos del componente no subyacente, éstos registraron menores tasas de crecimiento en relación a la primera quincena de octubre (Gráfica 41 y Cuadro 1).

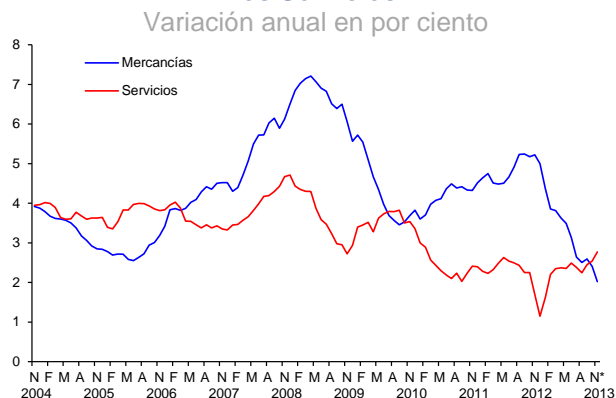
Gráfica 42
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

*Información a la primera quincena de noviembre de 2013.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

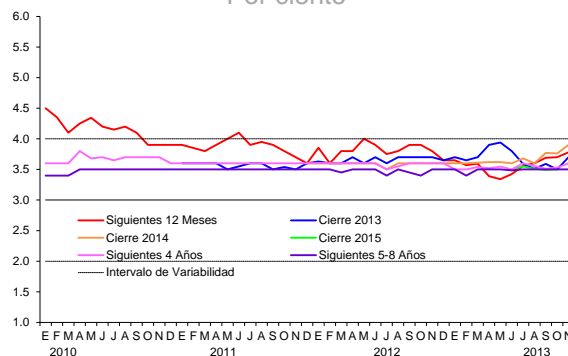
*Información a la primera quincena de noviembre de 2013.

De acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre septiembre y noviembre las expectativas de inflación general para el cierre de 2013 pasaron de 3.59 a 3.70 por ciento. Cabe señalar que este ajuste es resultado de un aumento de las expectativas implícitas de inflación no subyacente de 5.96 a 6.96 por ciento en el periodo referido, ya

que las expectativas de inflación subyacente disminuyeron de 2.90 a 2.75 por ciento en el mismo lapso.

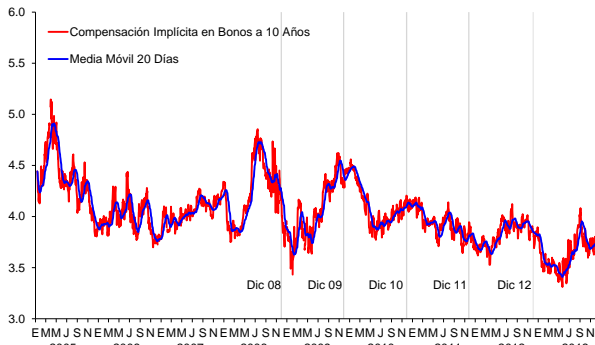
Con respecto a las expectativas de inflación general correspondientes al cierre de 2014, si bien se observó un ajuste al alza en la mediana de 3.77 a 3.90 entre la encuesta de septiembre y noviembre, posiblemente a raíz de los efectos que se esperan de las modificaciones impositivas previstas para 2014, estas expectativas permanecen dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento. No obstante este incremento, se prevé que el impacto sobre precios de dichas modificaciones será reducido y transitorio, de tal manera que no se anticipa que se presenten efectos de segundo orden. Como muestra de ello, las expectativas de inflación para 2015 y en general para horizontes de largo plazo se han mantenido estables alrededor de 3.50 por ciento (Gráfica 44). En adición a lo anterior, las expectativas de inflación implícitas en los instrumentos de mercado confirman que las de largo plazo han mostrado una ligera tendencia a la baja (Gráfica 45).

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



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

Gráfica 45
Compensación por Inflación y Riesgo
Inflacionario Implícita en Bonos a 10 Años en
México^{1/}
 Por ciento



1/ La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula 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 de inflación general, se anticipa que este indicador continúe en niveles alrededor de 3.5 por ciento durante 2013 y 2014, aun considerando los efectos de las modificaciones impositivas. Para 2015, se prevé que el indicador general retome una tendencia a la baja y se ubique en niveles cercanos a 3 por ciento. Por su parte, se espera que la inflación subyacente anual se mantenga por debajo de 3 por ciento en el horizonte de pronóstico. Esta previsión considera la dilución de los efectos de los cambios tributarios mencionados y una reducción en el desliz de los precios de los combustibles, de acuerdo a los cambios que aprobó el Congreso para determinar estos precios a partir de 2015.

La trayectoria prevista para la inflación general anual podría verse afectada por algunos riesgos, entre los que destacan: a la baja, un ritmo de actividad económica menor al anticipado; y al alza, ajustes cambiarios derivados de episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, aunque se esperaría que su efecto fuese transitorio y moderado.

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

| Concepto | Diciembre 2012 | Octubre 1q 2013 | Noviembre 1q 2013 |
|------------------------------------------------|----------------|-----------------|-------------------|
| INPC | 3.57 | 3.27 | 3.51 |
| Subyacente | 2.90 | 2.46 | 2.43 |
| Mercancías | 5.00 | 2.47 | 2.02 |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco | 6.11 | 3.40 | 2.84 |
| Mercancías no Alimenticias | 4.13 | 1.73 | 1.37 |
| Servicios | 1.15 | 2.46 | 2.77 |
| Vivienda | 2.05 | 2.20 | 2.19 |
| Educación (Colegiaturas) | 4.48 | 4.42 | 4.43 |
| Otros Servicios | -0.72 | 2.14 | 2.88 |
| No Subyacente | 5.74 | 5.85 | 7.01 |
| Agropecuarios | 9.18 | 0.71 | 5.38 |
| Frutas y Verduras | 2.90 | -1.49 | 11.46 |
| Pecuarios | 13.22 | 1.94 | 1.81 |
| Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno | 3.84 | 9.15 | 8.10 |
| Energéticos | 5.62 | 9.78 | 8.32 |
| Tarifas Autorizadas por Gobierno | 0.45 | 7.78 | 7.66 |

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 concordó que la economía mundial mostró cierta recuperación, en un entorno de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Por otra parte, todos los integrantes coincidieron en que la actividad económica de México retomó una trayectoria positiva en el tercer trimestre del año, después de la contracción registrada en el trimestre previo. Si bien la mayoría de los miembros indicó que prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento, también apuntó que para el mediano plazo existen riesgos al alza derivados principalmente del impacto que podrían tener las reformas estructurales. En este contexto, la mayoría de los miembros señaló que prevalece un grado considerable de holgura en la economía, por lo que no se anticipan presiones de demanda sobre la inflación en el horizonte de pronóstico. Adicionalmente, todos los integrantes de la Junta coincidieron en que la inflación general ha mostrado recientemente un buen desempeño y la mayoría de los integrantes señaló que los riesgos para la inflación se mantienen similares a los prevalecientes en la reunión anterior.

La mayoría de los miembros de la Junta coincidió que la economía mundial está en proceso de recuperación, a lo que uno añadió que ésta ha sido lenta y frágil. La mayoría indicó que la evolución de la economía global se deriva de un aumento en el ritmo de expansión en las economías avanzadas y de una moderación en el crecimiento de las emergentes. Al respecto, un integrante afirmó que el mejor desempeño de las avanzadas se ha apoyado, en buena medida, en los estímulos fiscales y monetarios que se han aplicado en dichas economías. Por otra parte, la mayoría de los integrantes señaló que se espera que el crecimiento de la economía mundial se fortalezca a lo largo de 2014 y 2015, si bien uno de ellos agregó que anticipa que éste se mantenga por debajo de su tendencia de largo plazo. Asimismo, la mayoría argumentó que persisten riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial.

Todos los miembros de la Junta coincidieron en que la recuperación de la economía de Estados Unidos está adquiriendo fortaleza. Un integrante argumentó que este dinamismo se ha sustentado en el estímulo monetario, una mayor disponibilidad de crédito y el saneamiento de los balances de hogares y empresas. Otro miembro agregó que dicha economía se ha mostrado resistente al fuerte lastre fiscal al que se ha enfrentado durante este año. En este contexto, un miembro indicó que la producción manufacturera, las ventas al menudeo y el empleo han mostrado una evolución favorable, si bien también señaló que la demanda por hipotecas, especialmente aquella por refinanciamiento, ha mostrado cierto retroceso, a la vez que otro integrante apuntó que la participación laboral en ese país continúa siendo baja.

La mayoría consideró que se espera que la actividad económica en Estados Unidos registre un mayor dinamismo durante el próximo año. También coincidió en que el crecimiento en ese país se verá favorecido por una política fiscal menos restrictiva, a lo que un integrante agregó que también contribuirá la recuperación económica del resto del mundo. Dicho miembro argumentó que si bien los riesgos a la baja para la actividad económica estadounidense se han reducido, éstos continúan siendo importantes. Entre ellos destacó la posibilidad de un estancamiento en las negociaciones sobre el manejo de la política fiscal en ese país, un retiro prematuro del estímulo monetario y un efecto adverso del incremento en las tasas de interés hipotecarias sobre el sector residencial.

Un integrante argumentó que si bien los participantes del mercado esperan el inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos tan pronto como en marzo, la fecha en que dicho evento ocurra dependerá de que los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal juzguen que los datos económicos son suficientemente sólidos, en particular los correspondientes al mercado laboral y a la inflación. Asimismo, otro integrante indicó que pareciera que la Reserva Federal ha logrado transmitir que pretende dejar que las tasas de largo plazo paulatinamente vayan retomando su nivel, pero asegurándose de que las tasas de corto plazo se mantengan bajas por un periodo prolongado. Agregó que los discursos de diferentes funcionarios de la Reserva Federal han estado orientados a subrayar que su tasa de referencia no se incrementará de manera automática con el inicio de la disminución en el ritmo de sus compras de

activos. Un miembro indicó que la implementación de la política monetaria estadounidense plantea retos importantes para las autoridades de ese país en términos de comunicación y análisis del ciclo económico.

Por otra parte, un miembro destacó que actualmente es difícil hacer una evaluación sobre el nivel del PIB potencial de la economía estadounidense. Indicó que, por un lado, existe preocupación respecto a una pérdida importante de capital humano en ese país, derivada de la alta duración del desempleo. No obstante, añadió que, por otro lado, dicha economía es muy flexible y cuenta con un sistema de incentivos para generar riqueza y asignar eficientemente sus recursos, por lo que el producto potencial de ese país de hecho podría presentar una mejoría por estos motivos.

La mayoría de los miembros de la Junta sostuvo que en el tercer trimestre del año la zona del euro registró un crecimiento positivo del PIB por segundo trimestre consecutivo, si bien aseveraron que la recuperación continúa siendo débil. Uno de ellos añadió que se espera que la economía de esa región se fortalezca gradualmente en lo que resta de este año y el siguiente, si bien anticipó una recuperación frágil y desigual entre los distintos países. Algunos miembros señalaron que la región continúa enfrentando dificultades de índole estructural, a lo que uno de ellos agregó que el sistema financiero de la región continúa en proceso de saneamiento. En este contexto, la mayoría apuntó que el Banco Central Europeo adoptó una política monetaria más laxa, a lo que un integrante puntualizó que si bien hay señales que sugieren la conveniencia de un mayor acomodo monetario, la necesidad de retirar eventualmente los estímulos hace menos atractivo tomar posiciones muy agresivas. En relación a otras economías avanzadas, un miembro afirmó que la implementación de políticas de estímulo fiscal y monetario ha permitido una expansión de la economía japonesa a lo largo de 2013, que se espera continúe en 2014. No obstante, señaló que es necesario instrumentar medidas para incrementar el potencial de crecimiento de ese país.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que es previsible un panorama de baja inflación mundial. En efecto, la mayoría concordó que no se observan presiones sobre los precios de las materias primas, en parte como resultado de la debilidad de la actividad económica mundial. Uno de ellos agregó que los avances tecnológicos, en particular para el caso de la energía, también

parecerían estar contribuyendo a esta tendencia a la baja. Un miembro señaló que diversas economías avanzadas han observado niveles de inflación por debajo de los objetivos fijados por sus autoridades, lo que las ha llevado a anunciar que mantendrán sus políticas monetarias acomodaticias durante un periodo prolongado. Otro miembro resaltó que el gran reto será balancear la tensión que existe entre el retiro de dichos estímulos y el proceso de recuperación económica, como ya lo está enfrentando el Reino Unido, por lo cual considera que el retiro de estímulos monetarios será gradual.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó que los mercados financieros internacionales han seguido mostrando volatilidad durante las últimas semanas, como resultado fundamentalmente de la incertidumbre en torno al inicio de la disminución en el ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal. La mayoría añadió que esta volatilidad ha afectado particularmente a las economías emergentes, a lo que un miembro agregó que ésta se ha reflejado en alzas en las tasas de interés de largo plazo en esas economías, así como en incrementos en las pendientes de las curvas de rendimientos, en depreciaciones de sus monedas frente al dólar y en salidas de capital. Adicionalmente, la mayoría consideró que el impacto de la volatilidad ha sido menor en aquellos países con fundamentos económicos más sólidos, en términos de posición fiscal y de cuenta corriente, por lo que uno de ellos enfatizó la importancia de que se mantengan sanos esos dos aspectos en la economía mexicana. Al respecto, un miembro apuntó que además de los efectos que han resentido por la volatilidad en los mercados, las economías emergentes también se han visto afectadas por restricciones de oferta y por dificultades cíclicas. Añadió que su tasa de crecimiento podría haber disminuido casi tres puntos porcentuales entre 2010 y 2013, si bien se anticipa que su crecimiento muestre un ligero fortalecimiento en 2014.

La mayoría de los miembros coincidió en que es probable que la volatilidad en los mercados financieros internacionales continúe debido a la incertidumbre sobre el inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos y sobre las negociaciones en materia fiscal en ese país. No obstante, algunos de ellos afirmaron que los mercados ya han descontado en cierto grado estos factores, por lo que la turbulencia podría ser más moderada. Adicionalmente, un integrante arguyó que un retiro del estímulo monetario vinculado a

una recuperación clara de la economía estadounidense contribuiría a atenuar la volatilidad en los mercados financieros y sería benéfico para la economía mundial, especificando que han aumentado las posibilidades de que este escenario se materialice.

Todos los integrantes de la Junta coincidieron en que la actividad económica de México retomó una trayectoria positiva en el tercer trimestre del año, después de la contracción registrada en el trimestre previo. La mayoría argumentó que esta evolución fue consecuencia del renovado crecimiento de las exportaciones, en particular las dirigidas a Estados Unidos, ya que la demanda interna continuó registrando señales mixtas. Asimismo, consideró que también contribuyó el hecho de que algunos de los choques domésticos adversos que afectaron a la economía, como el rezago del gasto público y el desabasto de gas natural se revirtieron, aunque la construcción ha continuado cayendo. Asimismo, coincidió en que la recuperación se ha reflejado en un desempeño más favorable tanto del sector industrial, como del de servicios. La mayoría de los miembros afirmó que los indicadores oportunos sugieren que la actividad económica ha continuado creciendo en el cuarto trimestre del año. Al respecto, mencionaron la evolución un tanto favorable que han presentado algunos indicadores oportunos, como lo son las exportaciones, el gasto público, los índices de gerentes de compras del sector manufacturero y los indicadores de opinión empresarial. No obstante, la mayoría añadió que el consumo y la inversión todavía no muestran indicios claros de recuperación.

La mayoría de los miembros de la Junta consideró que se anticipa que el crecimiento de la economía mexicana muestre un fortalecimiento paulatino a lo largo del año entrante. En particular, algunos de ellos señalaron que las posturas fiscal y monetaria acomodaticias que se han implementado, así como una recuperación cíclica de la economía de Estados Unidos, apoyarán el crecimiento. En este sentido, la mayoría reafirmó la previsión de una expansión de entre 3 y 4 por ciento para 2014 indicada en el último Informe Trimestral de Inflación. Asimismo, otro miembro agregó que la mayoría de los analistas pronostica un crecimiento de la economía de México en los próximos dos años superior al del año en curso.

La mayoría de los miembros indicó que prevalecen riesgos a la baja para el crecimiento de México, si bien apuntó que para el mediano plazo existen riesgos al alza. En particular, como riesgos a la

baja, algunos miembros señalaron la posibilidad de que la economía estadounidense muestre una expansión por debajo de lo proyectado y de que las reformas estructurales no sean aprobadas o no tengan el alcance anticipado. Asimismo, otro miembro agregó el riesgo de un deterioro más prolongado de la construcción en vivienda. Por su parte, un miembro identificó riesgos adicionales para el crecimiento desde una perspectiva de más baja frecuencia. En específico, aseveró que en un entorno mundial en el que se anticipa una normalización de tasas de interés, no puede descartarse una reversión abrupta de flujos de capital. Adicionalmente, consideró que existe el riesgo de una desincronización entre los ciclos manufactureros de las economías mexicana y estadounidense debido principalmente a los grandes avances en robótica y al esfuerzo de autosuficiencia energética que se están llevando a cabo en Estados Unidos.

La mayoría de los integrantes de la Junta también argumentó que existe la posibilidad de que se generen periodos de turbulencia en los mercados financieros internacionales que afecten las fuentes de financiamiento de México lo cual, en combinación con la mayor demanda por fondos prestables por parte del Gobierno, podría limitar la disponibilidad de recursos para el sector privado. En este contexto, otro miembro argumentó que al estar bien ancladas las expectativas de inflación y al encontrarse en mínimos históricos las primas de riesgo inflacionario, la política monetaria ha apoyado menores niveles de tasas a lo largo de toda la curva de rendimientos. Añadió que ante la tendencia al alza en las tasas de interés de Estados Unidos, la respuesta de política económica podría haber sido una reducción de la tasa de referencia de política monetaria y una retracción fiscal. No obstante, explicó que a la luz de los datos adversos sobre la actividad económica en el primer semestre del año, se instrumentó una política contracíclica en ambos frentes. Asimismo, un miembro más aseveró que para acomodar las medidas fiscales contracíclicas que se han introducido en el actual entorno en que se anticipa que las tasas de interés externas vayan aumentando, es necesario llevar a cabo reformas estructurales adecuadas, de modo que se reduzca la percepción de riesgo país y se atraigan mayores capitales. De manera relacionada, otro miembro arguyó que el país cuenta con el suficiente desarrollo y profundidad de mercados para aprovechar un fuerte influjo de financiamiento derivado de las reformas estructurales, en caso de que éstas cumplan con las expectativas. No obstante, afirmó que de no

cumplirse con dichas expectativas, la actual concentración de los títulos gubernamentales en poder de extranjeros podría convertirse en un elemento de riesgo, sobre todo dada la volatilidad en los mercados financieros. Sin embargo, sostuvo que los resultados de las pruebas de estrés recientemente publicados por el Banco de México muestran un sistema bancario resistente y preparado para absorber choques de gran magnitud.

En cuanto a los riesgos al alza para el crecimiento, la mayoría expuso el impacto positivo que podrían tener las reformas estructurales. En particular, destacaron el efecto favorable que podría tener la reforma energética sobre la productividad e inversión, siempre que se legisle e implemente adecuadamente.

La mayoría de los miembros de la Junta concordó que, a pesar del incipiente repunte que ha comenzado a mostrar la actividad económica, prevalece un considerable grado de holgura en la economía. Enfatizó que no se observan presiones de demanda sobre la inflación ni se anticipa que se registren en el horizonte en que opera la política monetaria. En particular, la mayoría de los miembros indicó que se espera que la brecha del producto registre cifras negativas a lo largo de 2014, si bien cerrándose de manera gradual. Asimismo, un integrante añadió que se seguirá observando gran holgura en el mercado laboral.

Todos los miembros de la Junta de Gobierno coincidieron en que la inflación general ha mostrado un buen desempeño en meses recientes. Señalaron que este indicador se ha mantenido alrededor de 3.5 por ciento. La mayoría afirmó que el comportamiento de la inflación general se ha debido, en buena medida, a la moderación de la inflación subyacente, que ha permanecido en niveles históricamente bajos alrededor de 2.5 por ciento. Un miembro señaló que este comportamiento es consecuencia, en parte, del entorno de debilidad de la actividad económica. Sin embargo, un miembro arguyó que durante el año la inflación subyacente se ha beneficiado de choques positivos. Asimismo, agregó que el comportamiento de la inflación general también respondió a variaciones anuales significativamente menores en los precios agropecuarios.

Por su parte, la mayoría concordó que la evolución del componente no subyacente no ha permitido un mayor avance en el proceso de desinflación, si bien uno de ellos recordó que se espera que los

choques que han afectado a este indicador sean transitorios. Asimismo, la mayoría sostuvo que recientemente se han registrado choques a los precios de las hortalizas y de los energéticos, y que en particular el precio del gas LP se ha incrementado. En este contexto, la mayoría también indicó que se estima que la trayectoria más probable de la inflación general anual fluctúe alrededor de 3.5 por ciento durante lo que resta del año y a lo largo del próximo. Adicionalmente, previó que en 2015 este indicador presente una trayectoria descendente para ubicarse alrededor del objetivo de 3 por ciento. Agregó que esta previsión considera el desvanecimiento de las modificaciones fiscales en 2014 y una reducción en el desliz de los precios de los combustibles, de acuerdo con los cambios que recientemente aprobó el Congreso para determinar estos precios a partir de 2015.

En cuanto a las expectativas de inflación, algunos integrantes de la Junta destacaron que las correspondientes al cierre de 2013 se han ajustado al alza. Asimismo, la mayoría coincidió en que las previsiones para el cierre de 2014 han presentado un ligero incremento, principalmente como resultado de las modificaciones tributarias aprobadas, aunque éstas permanecen por debajo de 4 por ciento. No obstante, señaló que el incremento en las expectativas es marginal y menor a lo que se esperaba hace algunos meses, dado que se anticipa que el paquete fiscal tenga un impacto transitorio y limitado sobre algunos precios, y no dé lugar a efectos de segundo orden. Además, añadió que la política de definición de precios de los energéticos establecida en la reforma fiscal debiera ayudar al proceso de formación de expectativas hacia 2015. Por último, señaló que las expectativas de mediano y largo plazo se mantienen estables, si bien algunos apuntaron que éstas se ubican por arriba del objetivo permanente de 3 por ciento. Por su parte, algunos miembros explicaron que los resultados de un ejercicio analítico riguroso indican que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de largo plazo de los bonos gubernamentales han mostrado una tendencia de convergencia hacia el 3 por ciento, situándose actualmente en alrededor de 3.2 por ciento.

La mayoría de los miembros de la Junta señaló que los riesgos para la inflación se mantienen similares a los de meses recientes, si bien algunos integrantes consideraron que el balance de riesgos es al alza. En particular, la mayoría apuntó como riesgo a la baja la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica de México

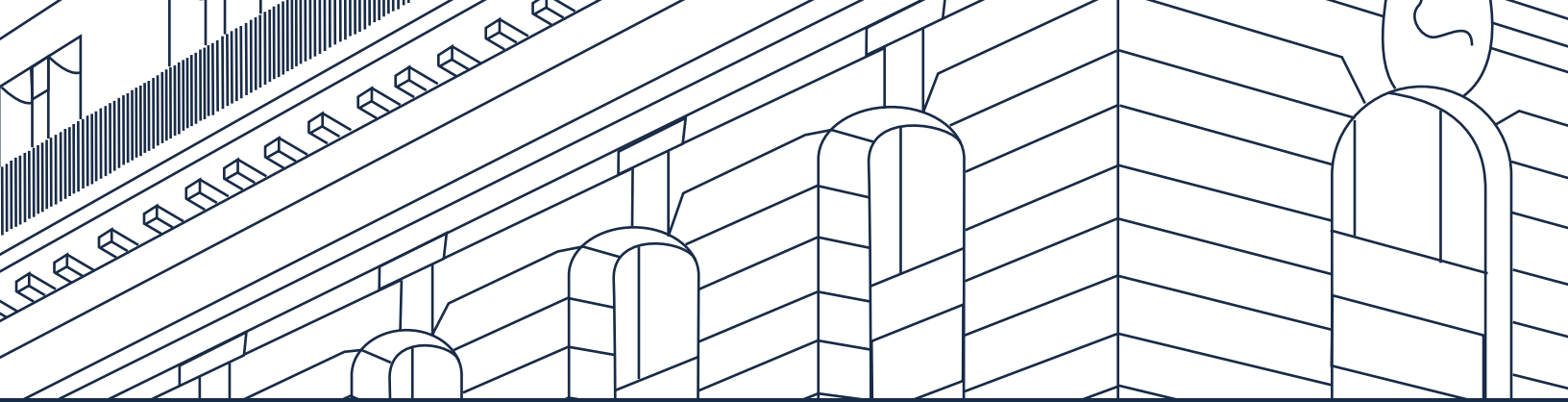
resulte menor a la anticipada. Por otra parte, la mayoría identificó como riesgo al alza la posibilidad de una depreciación del tipo de cambio, la cual podría originarse de episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, si bien apuntó que los mercados nacionales se han comportado de manera ordenada. Uno de ellos agregó que un alcance de las reformas estructurales menor al anticipado también podría derivar en una depreciación del tipo de cambio, aunque aclaró que dado el bajo traspaso de éste a los precios se esperaría un efecto sobre la inflación reducido y transitorio, sujeto a la magnitud y duración de los ajustes. Otro precisó que considerando el año en su conjunto, el tipo de cambio se ha mantenido estable, por lo que no se prevé que genere presiones inflacionarias. Un integrante más mencionó como riesgo adicional la posibilidad de nuevos choques sobre los precios de los productos agropecuarios y de incrementos en precios mayores a los anticipados debido a los cambios tributarios. Por último, la mayoría de los integrantes afirmó que se vigilará que, de concretarse, estos eventos no tengan efectos de segundo orden, a lo que uno añadió que la

posibilidad de que eso suceda se reduce dada la fase del ciclo por la que atraviesa la economía.

4. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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

La Junta estimó que la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento. Hacia adelante, 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 la de Estados Unidos, entre otros factores, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.



BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 20 de diciembre de 2013

