

# Resumen minuta BANXICO

Alejandro Gómez Tamez

Resumen elaborado por GAEAP de la Minuta número 30 correspondiente a la **Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 5 de septiembre de 2014.**

## 1. 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.

### 1.1. Perspectiva económica internacional

Después de la debilidad del primer trimestre, la economía mundial registró un repunte durante el segundo trimestre, si bien con diferencias entre las principales economías avanzadas y entre las emergentes. El mayor dinamismo en la actividad respondió a la expansión de Estados Unidos, Reino Unido, y en menor medida, China. Indicadores prospectivos del tercer trimestre, como los índices de gerentes de compras del sector manufacturero, apuntan a que continuará esta recuperación, si bien con diferencias entre regiones.

#### *Estados Unidos*

En Estados Unidos, el PIB se expandió 4.2 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, luego de la caída de 2.1 por ciento registrada en el primero. El repunte del producto fue apoyado por un fortalecimiento de los principales componentes de la demanda interna y por una importante acumulación de inventarios.

La actividad manufacturera en Estados Unidos mantuvo un crecimiento sólido al inicio del tercer trimestre, principalmente por el repunte en la producción de vehículos automotores y autopartes, aunque el avance fue generalizado. Asimismo, el índice manufacturero de gerentes de compras sugiere un mayor dinamismo del sector en los próximos meses, ya que en agosto alcanzó su nivel máximo desde abril de 2010.

Por otro lado, los indicadores oportunos de inversión en equipo, como los pedidos de bienes duraderos y el componente de nuevos pedidos del índice de gerentes de compras manufacturero, apuntan hacia una continua expansión de la inversión.

La información disponible del mercado de vivienda sugiere una recuperación de la inversión residencial, apoyada por el crecimiento del empleo y el relajamiento en las condiciones de otorgamiento de créditos hipotecarios. Los permisos de construcción y las ventas de casas existentes han registrado un alza en los últimos meses. Además, la confianza de los constructores se ubica en su nivel más alto desde enero de 2014. Por su parte, se prevé que la mejoría del mercado laboral, del ingreso personal disponible y de la riqueza neta de los hogares impulse un mayor crecimiento del consumo privado en los próximos meses.

Las condiciones en el mercado laboral en Estados Unidos han mostrado en los últimos meses una mejoría mayor a la esperada. Esto se ha reflejado en una caída en la tasa de desempleo, en particular la de largo plazo. No obstante, algunos indicadores sugieren aún la existencia de cierta holgura en el mercado laboral. Por ejemplo, el nivel de empleados de medio tiempo por razones económicas se ha mantenido elevado.

La inflación en Estados Unidos ha continuado en niveles cercanos al objetivo de la Reserva Federal. En julio, la inflación general al consumidor mostró una ligera desaceleración de 2.1 por ciento en junio a 2.0 por ciento a tasa anual, debido al desvanecimiento de algunos efectos temporales que contribuyeron a un fuerte repunte entre marzo y mayo de este año. En el mismo mes, la inflación del deflactor del gasto en consumo y su componente subyacente se mantuvo en 1.6 y 1.5 por ciento, respectivamente. Por otra parte, aún no se registran presiones salariales de significancia. Si bien el crecimiento de la productividad ha sido relativamente lento, éste es superior al de las remuneraciones en términos reales.

**En su reunión de julio, la Reserva Federal reafirmó su estrategia de un retiro gradual del estímulo monetario, al reducir el programa de compras de valores en 10 mil millones de dólares adicionales, para que éste alcance un nivel de 25 mil millones de dólares mensuales, anticipando su finalización en octubre.** Asimismo, reiteró que posiblemente mantendrá el rango actual de la tasa de fondos federales por un periodo considerable después de finalizado dicho programa, especialmente si la inflación proyectada continúa situándose por debajo de la meta de 2 por ciento y sus expectativas permanecen bien ancladas.

No obstante, esta Institución señaló que la inflación se ha acercado a la meta y que la probabilidad de que se ubique persistentemente por debajo de ésta ha disminuido. Con respecto al mercado laboral, mencionó que algunos indicadores sugieren una subutilización de los recursos laborales, aunque dejó de calificar a la tasa de desempleo como elevada. En este contexto, la Reserva Federal reiteró que prevé que el ritmo de normalización de la postura monetaria será gradual, aunque en distintas comunicaciones algunos de sus miembros dejaron ver que el primer incremento de la tasa de fondos federales podría ser antes de lo anticipado.

#### *Zona euro*

La recuperación económica en la zona del euro perdió dinamismo durante el segundo trimestre del año, si bien la evolución entre las principales economías fue desigual. En particular, el PIB de la región registró un crecimiento trimestral anualizado de sólo 0.2 por ciento. Destaca la tendencia a la baja de la actividad económica en Italia, el estancamiento en Francia y la caída en Alemania. Asimismo, los indicadores prospectivos apuntan a un crecimiento endeble en el tercer trimestre, influenciados por las tensiones geopolíticas en Ucrania y por una debilidad mayor a la prevista en la demanda interna.

Por su parte, la inflación en la zona del euro se mantiene en niveles muy bajos, en tanto que sus expectativas siguen revisándose a la baja. Ello ha incrementado los riesgos de deflación en la región. En agosto, la inflación general registró su menor lectura desde octubre de 2009, con una variación anual de 0.3 por ciento.

Con el propósito de impulsar la recuperación económica en un entorno en que se percibe riesgo de deflación en la zona del euro, el Banco Central Europeo anunció en su reunión de septiembre una reducción de 10 puntos base en sus tasas de referencia y el inicio, a partir de octubre, de un Programa de Compra de Valores Respaldados por Activos del sector privado no financiero, y de un nuevo Programa de Compra de Bonos Cubiertos (covered bonds) emitidos por instituciones financieras.

### *Economías emergentes*

La actividad productiva en las economías emergentes parece haberse estabilizado en tasas relativamente bajas, pero con diferencias entre regiones. Así, la producción industrial muestra un mayor dinamismo en Asia, en contraste con una contracción del sector en América Latina y una menor solidez en Europa emergente, afectada por el estancamiento en la zona del euro y las tensiones geopolíticas en Ucrania.

En cuanto a los precios de las materias primas, las caídas en los precios de la energía y los granos más que compensaron las alzas en los precios de los metales. Los precios del petróleo descendieron debido a la menor demanda principalmente de Estados Unidos, China y la zona del euro, así como al aumento en la oferta de algunas regiones productoras, a pesar de la intensificación de riesgos geopolíticos.

Derivado del mejor desempeño de la actividad económica en Estados Unidos, hacia finales de julio y principios de agosto, se observó un incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales, como reflejo de dos factores. Por un lado, la expectativa de algunos agentes económicos de que el primer incremento en la tasa de interés de fondos federales pudiera ocurrir antes de lo previamente anticipado. Adicionalmente, el incremento en los riesgos geopolíticos en diversas regiones también contribuyó al incremento en la volatilidad de los mercados financieros. A raíz de ello, en los mercados financieros de las economías emergentes, incluyendo México, se observaron depreciaciones de sus monedas e incrementos en las tasas de interés de mayor plazo. Sin embargo, en la segunda mitad de agosto se revirtieron la mayor parte de dichos ajustes, en la medida en que las expectativas para el primer incremento de la tasa de referencia en Estados Unidos regresaron a niveles similares a los prevalecientes antes de dicho episodio y se atenuaron los riesgos geopolíticos.

## **1.2. Evolución financiera reciente**

### **1.2.1. Mercados en México**

En México los precios de los activos financieros mostraron un comportamiento ligeramente negativo, en un contexto en donde otros mercados emergentes mostraron deterioros más importantes. La publicación de cifras económicas mejores a lo anticipado en Estados Unidos, y su potencial efecto sobre el ritmo de normalización de la política monetaria en dicho país, contribuyeron a la moderada depreciación del peso durante el periodo. Sin embargo, la aprobación en nuestro país de las leyes secundarias en materia energética junto con un calendario adelantado para su instrumentación, y los rumores sobre una posible mejora de la calificación soberana de México, fueron factores que permitieron que los activos financieros mexicanos tuvieran un mejor desempeño relativo a la mayoría de los mercados emergentes.

Durante agosto se observó una disminución importante en las posiciones especulativas largas en pesos de corto plazo en el mercado de futuros, destacando el reducido impacto que esto tuvo en la cotización del peso frente al dólar. Por su parte, las inversiones en activos de mayor plazo denominadas en pesos continuaron incrementándose.

En el mercado de dinero las tasas de interés registraron movimientos mixtos durante el periodo. Los instrumentos de plazos entre 3 y 5 años presentaron aumentos que promediaron cinco puntos base, mientras que los de mayor plazo registraron disminuciones de hasta doce puntos base. Así, la pendiente de la curva de rendimientos, medida por el diferencial entre los plazos de 30 y 3 años, registró un aplanamiento de diecisiete puntos base desde la última reunión de política monetaria.

A pesar del ya mencionado repunte en la volatilidad en los mercados financieros, las condiciones de operación en los de México fueron ordenadas. Así, la liquidez, los diferenciales de compra-venta y la volatilidad de las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables durante el periodo de referencia.

Finalmente, tanto las expectativas de inflación implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales, así como la estructura de la curva de rendimientos, permanecieron estables durante el periodo. De esta manera, el mercado anticipa que el siguiente movimiento de la tasa de referencia sea un alza de 25 puntos base en el tercer trimestre de 2015, en línea con el consenso de los analistas de mercado.

### **1.3. Perspectivas para la actividad económica y la inflación en México**

#### **1.3.1. Actividad económica**

Durante el segundo trimestre de 2014, la actividad económica en México presentó una recuperación importante respecto al débil desempeño observado en los dos trimestres previos. Dicho repunte estuvo impulsado principalmente por el dinamismo de la demanda externa, si bien la interna también registró una mejoría en relación con el comportamiento que había mostrado con anterioridad.

En particular, en el periodo febrero-julio de 2014 las exportaciones manufactureras exhibieron una tendencia positiva, después de la contracción que presentaron en enero. Este desempeño reflejó tanto el dinamismo de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, como el de las exportaciones no automotrices canalizadas al resto del mundo.

Por su parte, en el segundo trimestre de 2014 algunos indicadores del consumo privado y de la inversión fija bruta comenzaron a mostrar una gradual recuperación. En cuanto al consumo privado, tanto las ventas totales de la ANTAD, como las ventas al menudeo en los establecimientos comerciales, presentaron niveles más elevados respecto a los observados a principios del año en curso.



Asimismo, en el bimestre abril-mayo el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior (que incluye el consumo tanto de mercancías, como de servicios) exhibió un aumento desestacionalizado respecto al nivel promedio registrado en el trimestre anterior, lo cual también parecería sugerir una reactivación del consumo privado en el segundo trimestre de 2014.

Sin embargo, algunos determinantes del consumo continúan mostrando cierta debilidad. En particular, a pesar del repunte observado en julio de 2014, las remesas familiares no han recuperado la tendencia positiva que exhibieron en la segunda parte de 2013, en tanto que la masa salarial real de los trabajadores para la economía en su conjunto registró una contracción en el segundo trimestre del año en curso.

Con relación a la inversión fija bruta, si bien ésta continúa en niveles relativamente bajos, su desempeño reciente sugiere una gradual reactivación, luego de la debilidad observada en la mayor parte de 2013 y los primeros meses del año en curso. Esta mejoría reflejó, principalmente, el dinamismo que mostró el gasto en maquinaria y equipo, nacional e importado, a la vez que la inversión en construcción de vivienda registró cierta recuperación.

La expansión de la demanda externa y la mejoría en la interna se reflejaron en un repunte de la actividad productiva en el segundo trimestre de 2014, en relación con el bajo ritmo de crecimiento que se observó en los dos trimestres previos. En particular, en el periodo abril-junio tanto la producción industrial, como el sector servicios, exhibieron un incremento en su dinamismo. Al interior de la actividad industrial, la producción manufacturera continuó mostrando una tendencia positiva, después de la caída registrada a finales de 2013, mientras que el sector de la construcción presentó una recuperación en relación con el débil desempeño observado desde mediados de 2012.

En congruencia con el comportamiento del sector exportador, el repunte en las actividades terciarias en el segundo trimestre de 2014 fue resultado, principalmente, de la recuperación de los servicios más relacionados a la demanda externa, si bien los servicios más asociados a la demanda interna también presentaron un desempeño favorable.

### **1.3.2. Evolución y perspectivas de la inflación**

De acuerdo a lo anticipado por el Banco de México, la inflación general anual exhibió un repunte en los últimos meses, en parte atribuible a que se deshizo el efecto aritmético de una elevada base de comparación en el subíndice de precios de productos agropecuarios. Adicionalmente, se presentaron algunos cambios en precios relativos que llevaron al indicador general a situarse por encima de 4 por ciento. Este repunte en la inflación se atribuye principalmente a las complicaciones fitosanitarias y climáticas en Estados Unidos que han presionado al alza los precios de la carne de res y de cerdo a nivel internacional y que se vieron reflejados en sus precios en México. De esta forma, la inflación general anual pasó de 3.75 por ciento en junio a 4.07 por ciento en la primera quincena de agosto de 2014.



La inflación subyacente anual se ha mantenido en niveles moderados, pasando de 3.09 a 3.34 por ciento entre junio y la primera quincena de agosto de este año. El subíndice de precios de las mercancías aumentó de 3.24 a 3.58 por ciento en las fechas referidas, como resultado, principalmente, de las mayores tasas de crecimiento en los precios de las alimenticias, destacando las alzas de precio en algunos alimentos elaborados con base en la carne de cerdo. En lo que se refiere a las mercancías no alimenticias, la tasa de variación anual de sus precios sigue exhibiendo niveles bajos, no obstante, ésta se incrementó de 1.78 a 2.15 por ciento de junio a la primera quincena de agosto como resultado del fin de la temporada de ofertas de verano. En el mismo periodo, el subíndice de precios de los servicios pasó de 2.96 a 3.14 por ciento, aumento que se explica, principalmente, por una mayor tasa de crecimiento en los precios del grupo de servicios distintos a educación y vivienda asociada, en gran parte, a las elevadas tasas de variación anual en las cotizaciones de las tarifas aéreas.

La inflación no subyacente anual pasó de 5.96 a 6.50 por ciento entre junio y la primera quincena de agosto de 2014. Este aumento se debió al comportamiento del subíndice de precios de productos agropecuarios, el cual se incrementó de 3.37 a 5.63 por ciento en el lapso señalado. Lo anterior se explica, fundamentalmente, por dos situaciones: i) el brote de diarrea epidémica porcina en Estados Unidos y México que ha afectado la oferta de carne de cerdo, con el consecuente aumento en su precio; y, ii) las afectaciones climáticas por las heladas de inicios de año en Estados Unidos que han retrasado el restablecimiento del hato ganadero bovino, presionando al alza su precio. Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno disminuyó su tasa de variación anual de 7.59 a 7.03 por ciento entre las fechas referidas, a consecuencia de menores incrementos en los precios de las gasolinas en varias ciudades de la frontera norte y de bajas en las cotizaciones del gas doméstico, al tiempo que no se repitieron los ajustes a las tarifas del transporte colectivo del año previo.

Las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado correspondientes a horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) se encuentran estables y cercanas a 3 por ciento. Al respecto, conviene señalar que la prima por riesgo inflacionario se ha reducido. Como reflejo de lo anterior, la compensación por inflación y riesgo inflacionario también ha disminuido, situándose actualmente en su mínimo histórico. Dicha reducción refleja que los tenedores de instrumentos referenciados a tasas nominales han venido demandando una cobertura por inflación futura menor, posiblemente como reflejo de una menor percepción del riesgo asociado a la misma.

En lo que corresponde a las expectativas de inflación de largo plazo provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, éstas se han mantenido estables pero en niveles cercanos a 3.50 por ciento. Por su parte, las expectativas de inflación general para el cierre de 2014 se han mantenido alrededor de 3.80 por ciento desde mayo, mientras que las correspondientes al cierre de 2015 se han ubicado también en niveles cercanos a 3.50 por ciento en los últimos meses.

Considerando que los precios de los productos pecuarios suelen tener un alto grado de persistencia, se prevé que su reciente aumento se verá reflejado en la inflación general anual durante los próximos meses. De esta forma, se anticipa que este indicador cierre 2014 alrededor de 4 por ciento, que al inicio de 2015 presente una disminución importante, se acerque a 3 por ciento en la primera mitad del año y cierre ligeramente por debajo de dicho nivel. La reducción significativa de la inflación general al inicio de 2015 se sustenta en la dilución del efecto de las medidas fiscales implementadas en enero de 2014, en la reducción anunciada del ajuste anual en el precio de las gasolinas y en la reversión del choque en precios relativos (cárnicos) arriba mencionado. Esta previsión considera que la inflación subyacente se ubique cerca de 3 por ciento al final de 2014 y por debajo de dicho nivel en 2015.

La trayectoria prevista no está exenta de riesgos y podría verse afectada por algunos factores, entre los cuales destacan los siguientes. A la baja, la posibilidad que la actividad económica tenga una recuperación menor a la anticipada, así como precios más bajos por servicios de telecomunicaciones como resultado de las reformas recientemente aprobadas en ese sector. Al alza, la ocurrencia de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que provoquen ajustes al tipo de cambio con su consecuente efecto sobre la inflación. En todo caso, de ocurrir dichos ajustes se esperaría que el efecto sobre la inflación sería moderado y transitorio, dado el bajo traspaso de variaciones cambiarias a precios y el grado de holgura que prevalece en la economía. Igualmente, como riesgo al alza no se puede descartar la posibilidad de aumentos adicionales en los precios de los productos pecuarios, aunque éstos también se disiparían con el tiempo.

## **2. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA**

**Teniendo en cuenta lo expuesto, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener en 3.0 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estima que la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento.**

Hacia adelante, la Junta se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, poniendo particular atención en la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista y en la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.

Director General GAEAP\*  
alejandro@gaeap.com