

# Informe Trimestral

Octubre - Diciembre 2013

## Resumen

La conducción de la política monetaria del Banco de México ha buscado una convergencia eficiente de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento, es decir, al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. Los avances estructurales alcanzados en el combate a la inflación durante la última década han coadyuvado a generar un ambiente de mayor credibilidad en el objetivo antes señalado. Esto le dio al Instituto Central un mayor margen de maniobra en la conducción de la política monetaria durante 2013.

Reconociendo los logros de mediano plazo en el abatimiento de la inflación y el entorno de mayor certidumbre sobre la economía mexicana, en marzo de 2013 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió reducir en 50 puntos base la tasa de interés de referencia. Posteriormente, en las reuniones de septiembre y octubre de 2013, ante el debilitamiento de la actividad económica observado en la primera parte del año, redujo en 25 puntos base el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en cada una de estas decisiones. La posibilidad de implementar una política monetaria contracíclica sin comprometer el proceso de convergencia de la inflación hacia el objetivo señalado, a pesar de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, fue posible gracias al avance en el anclaje de las expectativas de inflación en México.

Durante el cuarto trimestre de 2013, la actividad económica en México continuó la trayectoria ascendente que inició en el tercer trimestre, aunque a un menor ritmo, después de la contracción que exhibió durante la primera mitad de ese año. La recuperación que ha venido presentando la economía desde el tercer trimestre de 2013 se derivó primero de un mayor dinamismo de la demanda externa, así como de una incipiente recuperación de algunos componentes de la demanda interna en el cuarto trimestre. En particular, el consumo privado y el gasto público han tendido a repuntar, si bien la inversión continúa sin mostrar señales claras de reanimación. Aun tomando en cuenta esta recuperación, prevalecen condiciones de holgura en la economía.

La inflación general anual se mantuvo dentro del intervalo de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento en el cuarto trimestre de 2013, en tanto que la inflación subyacente continuó ubicándose por debajo de 3 por ciento, en niveles cercanos a su mínimo histórico. A pesar de lo anterior, la inflación general anual tuvo un repunte en noviembre y diciembre como resultado, principalmente, de mayores tasas de crecimiento en los precios del componente no subyacente. Este incremento estuvo determinado por dos factores plenamente identificados: i) ajustes no anticipados en las tarifas de transporte público en algunas ciudades del país; y ii) aumentos en los precios de un número reducido de productos agrícolas como resultado de fenómenos climáticos que retrasaron su producción en los meses previos.

Con el inicio de 2014 entraron en vigor medidas fiscales y una serie de ajustes en precios públicos que han generado un incremento en la inflación general anual. Cabe señalar que este crecimiento reciente en la inflación hasta ahora ha estado en línea con las previsiones del Instituto Central y que se ha concentrado en aquellos bienes y servicios afectados por las referidas medidas impositivas y de precios públicos. Es importante subrayar que la evidencia que se tiene hasta el momento sugiere que no se han presentado efectos de segundo orden derivados de los ajustes en precios relativos antes mencionados. En caso de que se presentaran dichos efectos, para que se tornaran permanentes el Banco de México tendría que validarlos monetizándolos, lo que no sucedería porque va en contra de su mandato.

Esta evolución de la actividad económica y la inflación en México sucedió en un entorno en el que la actividad económica mundial continuó recuperándose en el cuarto trimestre por el mejor desempeño de las economías avanzadas, principalmente la de Estados Unidos, y por la estabilización en el ritmo de crecimiento de las emergentes. En particular, la economía de Estados Unidos registró una recuperación impulsada por un mayor dinamismo del gasto privado, un mayor crecimiento de las exportaciones, el desvanecimiento de los efectos del ajuste fiscal en los primeros meses del año y una mejoría en el mercado laboral. Ante ello, la Reserva Federal comenzó a reducir el monto de compra de valores a partir de enero, al tiempo que enfatizó que su tasa de interés de referencia permanecería en niveles bajos por un periodo considerable. No obstante, a

pesar del bajo nivel de inflación en Estados Unidos, aún persiste incertidumbre sobre las acciones futuras de política monetaria y, consecuentemente, sobre el nivel que las tasas de interés de largo plazo podrían alcanzar en ese país.

Diversas economías emergentes enfrentan un panorama complicado, ya que la acumulación de desbalances macroeconómicos en el pasado ha exacerbado el impacto de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales sobre los precios de sus activos financieros, en particular sobre sus monedas. Adicionalmente, existe el riesgo de que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos pudiera conducir a condiciones de acceso a financiamiento externo más astringentes, lo que resalta la importancia de mantener la disciplina fiscal en esos países.

Los flujos de capitales a México, y en general a las economías emergentes, continuaron mostrando una elevada volatilidad durante el cuarto trimestre de 2013 y particularmente en las primeras semanas de 2014. Cabe señalar que, ante el anuncio de la Reserva Federal de diciembre, los ajustes en los mercados financieros nacionales, en particular los de renta fija y cambiario, se dieron de manera ordenada. A este ajuste ordenado también contribuyó la mejoría relativa en la percepción de riesgo soberano de México derivada del notable avance en la aprobación de reformas estructurales en el país, en particular, la energética, la financiera, la de telecomunicaciones, la de competencia económica, la laboral y la educativa, lo que ha llevado a la elevación de la calificación crediticia de la deuda pública mexicana. A lo anterior también contribuyó la reforma hacendaria. Los principales ajustes incluyeron la homologación del IVA en la región fronteriza, nuevos gravámenes a los refrescos y a los alimentos con alta densidad calórica, así como un impuesto ecológico a los combustibles automotrices y un menor desliz mensual de sus precios. En el ISR se acotaron o eliminaron regímenes especiales, se aplicarán tasas más elevadas a las personas físicas de mayores ingresos y un impuesto a dividendos y ganancias de capital. También, se derogaron el IETU y el IDE. En particular, la reforma establece como ancla fiscal a los Requerimientos Financieros del Sector Público (medida amplia del déficit público) y limita el crecimiento del gasto corriente para que sea congruente con el crecimiento potencial del PIB (por definirse). En este contexto, el déficit público sin inversión de Pemex se ampliará de 0.3 por ciento del PIB en 2013 a 1.5 por ciento en 2014 y se ha propuesto reducirlo en los años subsiguientes para converger al equilibrio en 2017. En suma, si bien es claro que las medidas tributarias y de precios públicos afectarán a la inflación en el corto plazo, en tanto que esta reforma consiga consolidar la estabilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo ayudará a la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento.

A pesar del repunte en la inflación general antes señalado y del moderado incremento en las expectativas de inflación para 2014 como reflejo del impacto esperado de las medidas fiscales sobre algunos precios, el proceso de formación de precios en la economía no se ha visto contaminado. De esta manera, las expectativas de inflación correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo se han mantenido estables.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México es:

**Crecimiento de la Economía Nacional:** Se prevé que el PIB de México haya crecido en 2013 a una tasa de alrededor de 1.2 por ciento anual. Para 2014 se prevé que la tasa de crecimiento del PIB de México se ubique entre 3.0 y 4.0 por ciento, como en el Informe precedente. Para 2015, del mismo modo que en el Informe previo, se sigue anticipando que la tasa de expansión del PIB se ubique entre 3.2 y 4.2 por ciento (Gráfica 1a).

**Empleo:** Las previsiones respecto al incremento en el número de trabajadores asegurados (permanentes y eventuales urbanos) en el IMSS en 2014 y 2015 se mantienen sin cambio respecto al Informe anterior. En particular, para 2014 se espera un aumento de entre 620 y 720 mil trabajadores, de manera similar que para 2015.

**Cuenta Corriente:** En 2013 la balanza comercial registró un déficit de 1.0 miles de millones de dólares (0.1 por ciento del PIB). Por su parte, se estima que el déficit en la cuenta corriente haya sido de 19.8 miles de millones de dólares en ese año (1.6 por ciento del PIB). A su vez, para 2014 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 5.8 y 25.4 miles de millones de dólares, respectivamente (0.4 y 1.9 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2015 se prevén déficits en la balanza

## Resumen

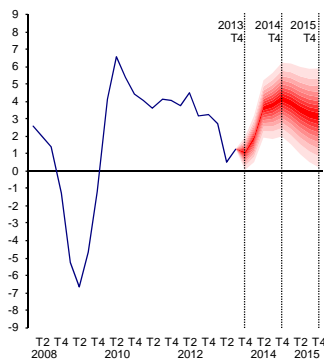
comercial y en la cuenta corriente de 7.2 y 27.9 miles de millones de dólares, respectivamente (0.5 y 1.9 por ciento del PIB, en el mismo orden).

El balance de riesgos para el crecimiento de la actividad económica ha mejorado respecto al Informe previo:

- i. En el corto plazo, las expectativas para la economía de Estados Unidos más favorables podrían significar un mayor dinamismo de la demanda externa.
- ii. Este año se contará con un impulso fiscal significativo.
- iii. En el mediano plazo, una consecución e implementación efectiva de las reformas estructurales podrían traducirse en mejores perspectivas para la inversión en México, con su consecuente efecto sobre la demanda agregada y sobre el crecimiento potencial de la economía, con lo que el crecimiento en nuestro país podría acelerarse sin generar presiones inflacionarias.

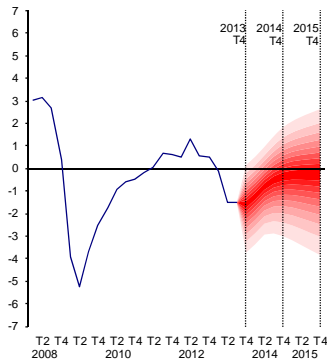
### Gráficas de Abanico 1

a) Crecimiento del Producto, a.e.  
Por ciento anual



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

b) Estimación de la Brecha del Producto, a.e.  
Porcentaje del producto potencial



a.e./ Elaborado con cifras desestacionalizadas.  
Fuente: Banco de México.

A pesar de lo anterior, prevalecen riesgos a la baja:

- i. No puede descartarse la posibilidad de que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos propicie un ajuste importante en los flujos de capital hacia las economías emergentes, lo que podría afectar las fuentes de recursos disponibles para la economía.
- ii. La recuperación del consumo podría ser más modesta que lo anticipado o podría continuar retrasándose la recuperación del nivel de la inversión, particularmente en la medida en que el sector de vivienda no se recupere.

Aun considerando los posibles riesgos al alza para el pronóstico de crecimiento, con la información actual se prevé que la holgura en la economía vaya disminuyendo gradualmente y que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo a lo largo de 2014 y convergiendo a cero hacia finales de 2015 (Gráfica 1b). Así, no se anticipan presiones derivadas del comportamiento de la demanda agregada sobre la inflación ni sobre las cuentas externas en el horizonte de pronóstico.

**Inflación:** En lo que corresponde a los pronósticos para la inflación, se prevé que ésta se ubique por arriba de 4 por ciento durante los primeros meses de 2014 como resultado de: i) el repunte no anticipado que a finales de 2013 presentó la inflación no subyacente, si bien su efecto sobre la inflación general se desvanecerá en el transcurso del año; y ii) el efecto de los cambios en precios relativos derivados de las medidas fiscales, los cuales se estima sean moderados, que no den lugar a efectos de segundo orden y que solamente tengan un efecto transitorio sobre la inflación. Así, se anticipa que en el segundo trimestre la inflación general disminuya por debajo de dicho nivel. En el segundo semestre, derivado del efecto aritmético de una baja base de comparación aunado a la volatilidad del componente no subyacente, la inflación general podría ubicarse en algunos meses por encima de 4 por ciento, aunque se prevé que cierre el año dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento. Esta previsión obedece al repunte antes señalado de la inflación general al cierre de 2013 y considera un impacto de las medidas fiscales de aproximadamente 40 puntos base sobre la inflación general anual a diciembre de 2014. Para 2015 se anticipa un ajuste importante a la baja a partir de enero y que permanezca en niveles ligeramente por arriba de 3 por ciento el resto del año (Gráfica 2a). En cuanto a la inflación subyacente anual, se anticipa que aun con los efectos derivados de las referidas medidas, ésta se sitúe en niveles cercanos a 3 por ciento durante 2014 y por debajo de dicho nivel en 2015 (Gráfica 2b). Esta evolución resulta del desvanecimiento de los efectos de los cambios en precios relativos antes señalados, de una reducción esperada en el desliz de los precios de las gasolinas a partir del siguiente año de acuerdo a

la Ley de Ingresos recientemente aprobada y de la previsión de que no habrá presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

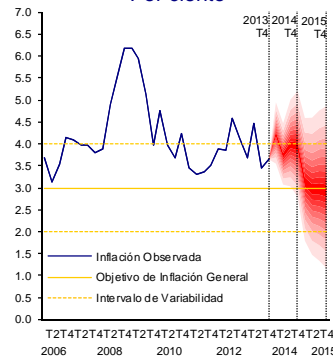
En lo que se refiere a los riesgos para la trayectoria prevista para la inflación general anual, destacan:

- i. Al alza, no puede descartarse el riesgo de que los ajustes en precios relativos a raíz de las medidas fiscales tengan efectos de segundo orden y afecten a otros precios, así como a las expectativas de inflación de mayor plazo, especialmente cuando se anticipa una reducción gradual de las condiciones de holgura en la economía.
- ii. Nuevos episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales podrían generar un ajuste cambiario que potencialmente afecte a la inflación. Sin embargo, de darse tal ajuste, se esperaría que su efecto fuese transitorio y moderado, dado el bajo traspaso de variaciones cambiarias a la inflación que se ha observado en el pasado.
- iii. A la baja, prevalece la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica en el país resulte menor a la anticipada.

En suma, el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado respecto al Informe previo.

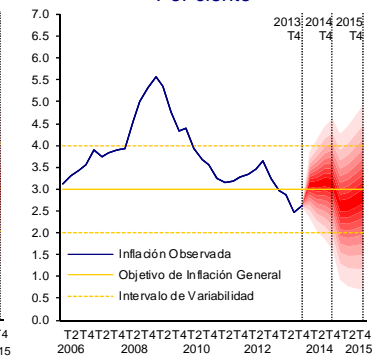
### Gráficas de Abanico 2

a) Inflación General Anual <sup>1/</sup>  
Por ciento



1/ Promedio trimestral.  
Fuente: INEGI y Banco de México.

b) Inflación Subyacente Anual <sup>1/</sup>  
Por ciento



1/ Promedio trimestral.  
Fuente: INEGI y Banco de México.

Teniendo en consideración todo lo anterior, la Junta de Gobierno decidió mantener en 3.50 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en las reuniones de Política Monetaria de diciembre de 2013 y enero de 2014, después de la reducción que implementó en octubre de 2013. En efecto, la Junta considera que la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento. No obstante, dada la lectura reciente de la inflación y en consideración de los riesgos señalados en este Informe, la Junta se mantendrá atenta a todas las presiones que pudieran afectar a la inflación y a sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. Asimismo, vigilará 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.

Hacia adelante, ante un entorno global en el que se prevén condiciones menos favorables en los mercados financieros, es de fundamental importancia continuar fortaleciendo las fuentes internas de crecimiento y el marco para la conducción de la política macroeconómica en México. Así, se debe enfatizar la necesidad de flexibilizar la asignación de los recursos hacia sus usos más productivos, de incrementar la competencia en los mercados, particularmente en los de insumos, y de alcanzar una estructura de incentivos conducente a incrementar la productividad. Las reformas estructurales recientemente aprobadas representan un gran avance en esta dirección, y contribuirán a incrementar la competitividad y el PIB potencial del país. No obstante, para que estas reformas alcancen su potencial y efectivamente se traduzcan en un mayor crecimiento económico, es imprescindible tanto una apropiada legislación secundaria que las respalde, como una adecuada implementación.

Es previsible que las reformas estructurales señaladas redunden no sólo en un crecimiento más vigoroso de la economía, sino que también conduzcan a un entorno de inflación baja y estable. Una mayor competencia podría conducir a menores precios, con el asociado incremento en bienestar para la población, al tiempo que los aumentos en productividad permitirán alcanzar tasas más altas de crecimiento de la demanda agregada sin generar presiones sobre los precios. De este modo, se enfatiza la importancia de continuar en el camino de mejora del marco institucional y de brindar mayor seguridad y certidumbre jurídica a los agentes económicos.