



Informe Trimestral

Julio – Septiembre 2014

Noviembre 19, 2014



BANCO DE MÉXICO

Índice

1

Política Monetaria

2

Condiciones Externas

3

Evolución de la Economía Mexicana

4

Determinantes de la Inflación

5

Previsiones y Balance de Riesgos

Conducción de la Política Monetaria

Por mandato constitucional, la política monetaria en México se enfoca a procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Como resultado de ello, se han logrado avances significativos en el abatimiento de la inflación:

- Reducción en su **nivel** y **volatilidad**.
- Ausencia de **efectos de segundo orden** ante cambios en precios relativos.
- Expectativas de inflación mejor **ancladas**.
- Disminución en la **prima de riesgo** inflacionario.

En los últimos dos años:

Ante un entorno favorable para la inflación, expectativas de inflación de mediano y largo plazo bien ancladas y condiciones de holgura en la economía:

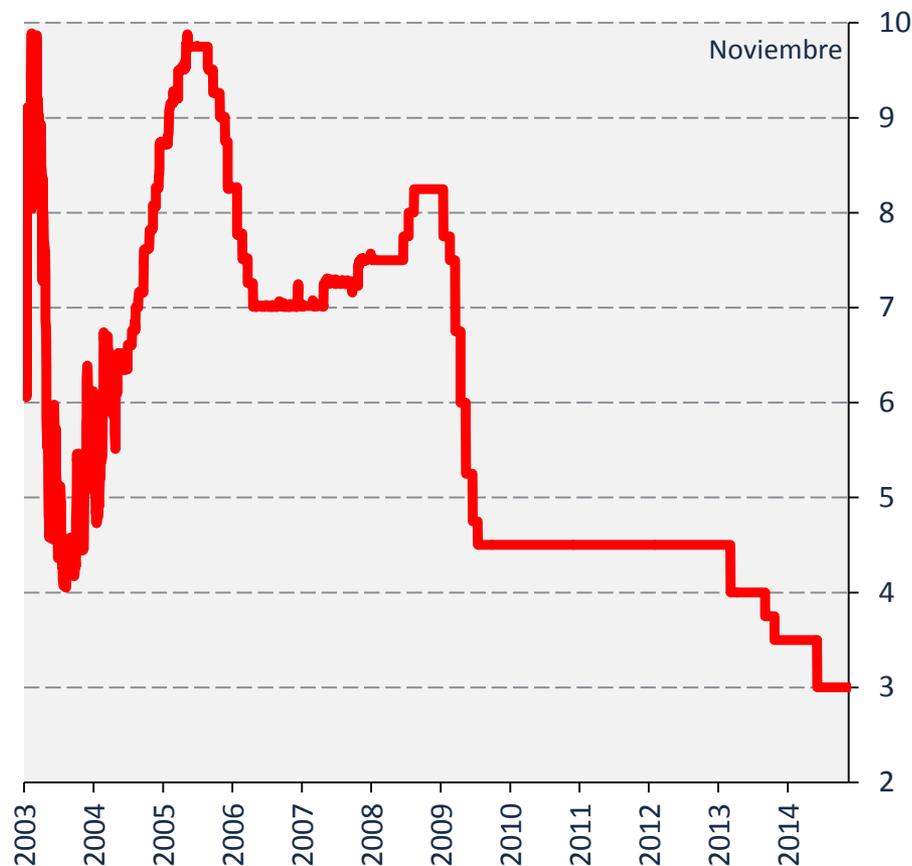
- ✓ La Junta de Gobierno aprovechó la coyuntura para **ajustar la postura de política monetaria y apoyar la recuperación de la actividad económica.**
- ✓ Así, entre marzo de 2013 y junio de 2014 **disminuyó la tasa de interés de referencia 150 puntos base**, ello sin comprometer el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

Durante el 3T14 la Junta de Gobierno mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 3 por ciento.

Lo anterior teniendo en consideración:

- La naturaleza transitoria del efecto sobre la inflación de choques de precios de productos agropecuarios.
- Que las expectativas de inflación se mantuvieron bien ancladas.
- Que se anticipa una reducción importante de la inflación hacia el final de 2014 y la convergencia al 3 por ciento a mediados de 2015.

Tasa de Interés Interbancaria a 1 día ^{1/}
%



1/ A partir del 21 de enero de 2008, se muestra el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

Fuente: Banco de México.

Índice

1 **Política Monetaria**

2 **Condiciones Externas**

3 **Evolución de la Economía Mexicana**

4 **Determinantes de la Inflación**

5 **Previsiones y Balance de Riesgos**

Condiciones Externas

Situación Global en el 3T de 2014

Crecimiento

- ✓ *La economía mundial continuó mostrando signos de debilidad:*
 - ➔ **Economías Avanzadas:** En Japón y la zona del euro la actividad económica se mantuvo débil, mientras que en Estados Unidos y Reino Unido continuó expandiéndose.
 - ➔ **Economías Emergentes:** Se observó un menor dinamismo de la actividad económica.

Inflación

- ✓ Se registró una disminución a nivel global.

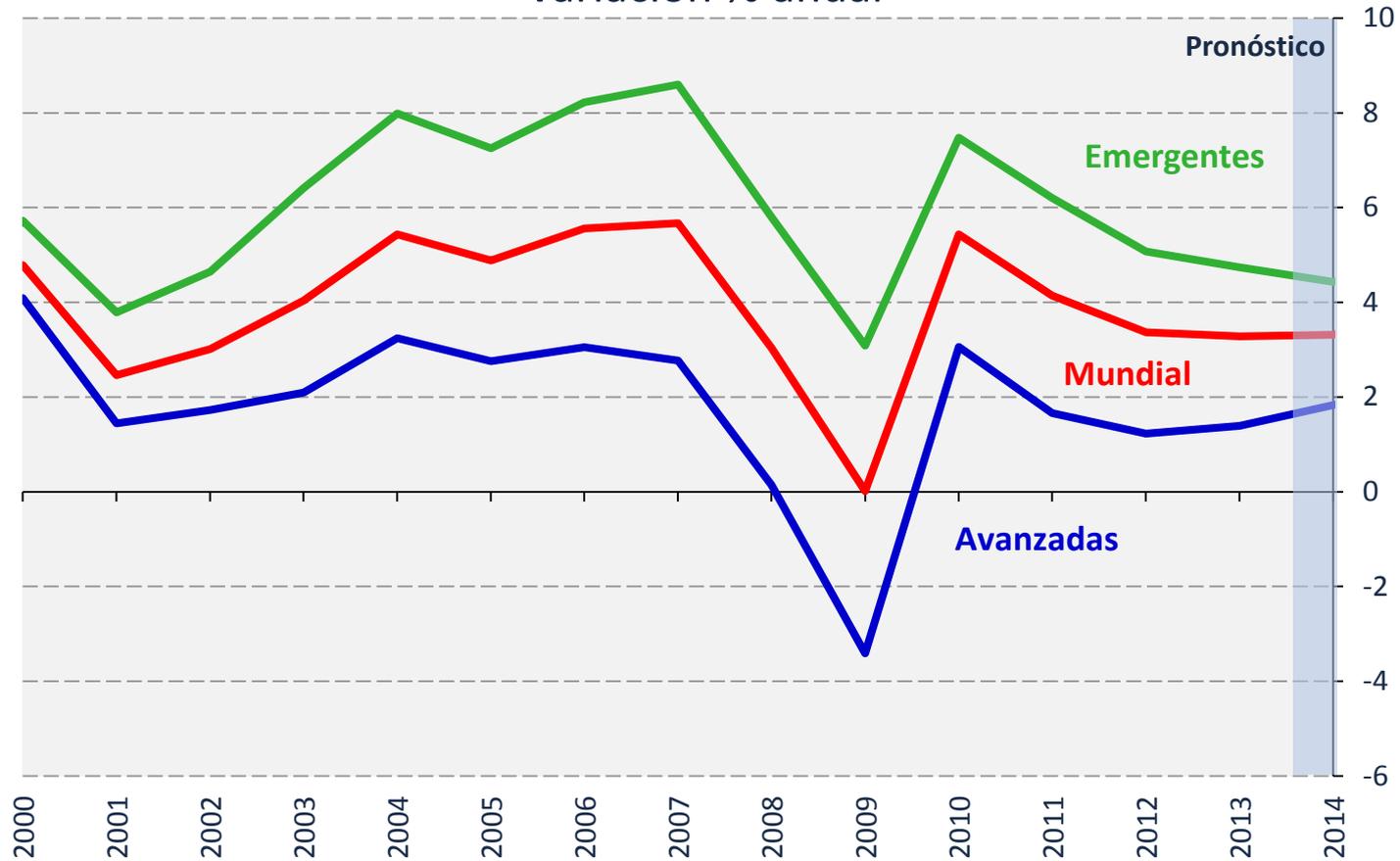
Política Monetaria

- ✓ Las expectativas para la postura de política monetaria de las principales economías avanzadas siguieron direcciones opuestas.
 - ➔ La Reserva Federal reafirmó su estrategia de un retiro gradual del estímulo monetario.
 - ➔ El Banco Central Europeo y el Banco de Japón anunciaron medidas adicionales de relajamiento monetario.
- ➔ **En general, se esperan posturas acomodaticias en la mayoría de los países, incluyendo las economías emergentes.**

La economía mundial continuó mostrando signos de debilidad en el tercer trimestre de 2014.

Crecimiento del PIB Mundial

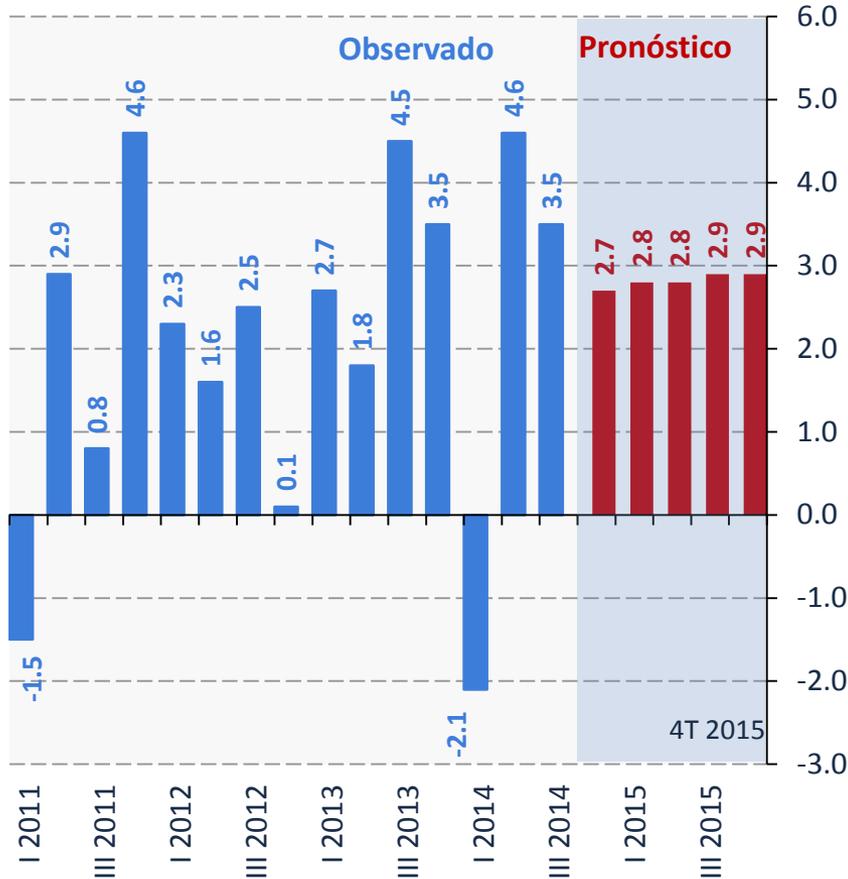
Variación % anual



Fuente: World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional.

En Estados Unidos la recuperación de la actividad económica continuó consolidándose, después de la fuerte expansión en el segundo trimestre. A su vez, las condiciones del mercado laboral siguieron mostrando un fortalecimiento gradual.

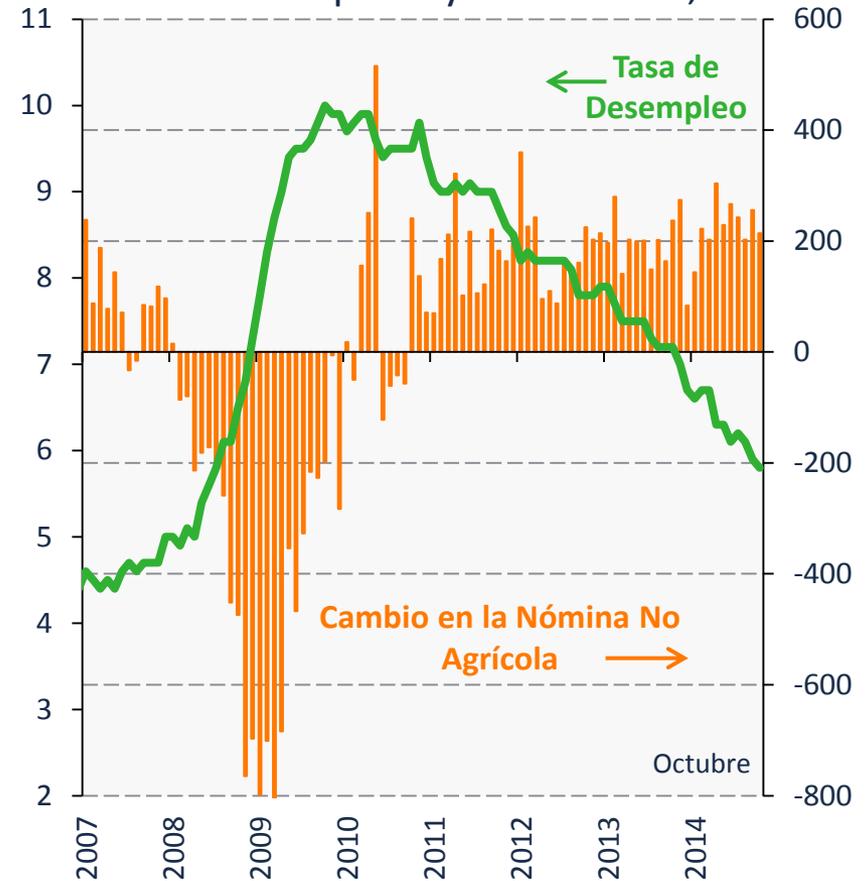
Producto Interno Bruto
Variación trimestral anualizada, a. e.



a. e./ Cifras ajustadas por estacionalidad.

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA) y Blue Chip.

Cambio en la Nómina No Agrícola y Tasa de Desempleo
Miles de empleos y % de la PEA, a. e.



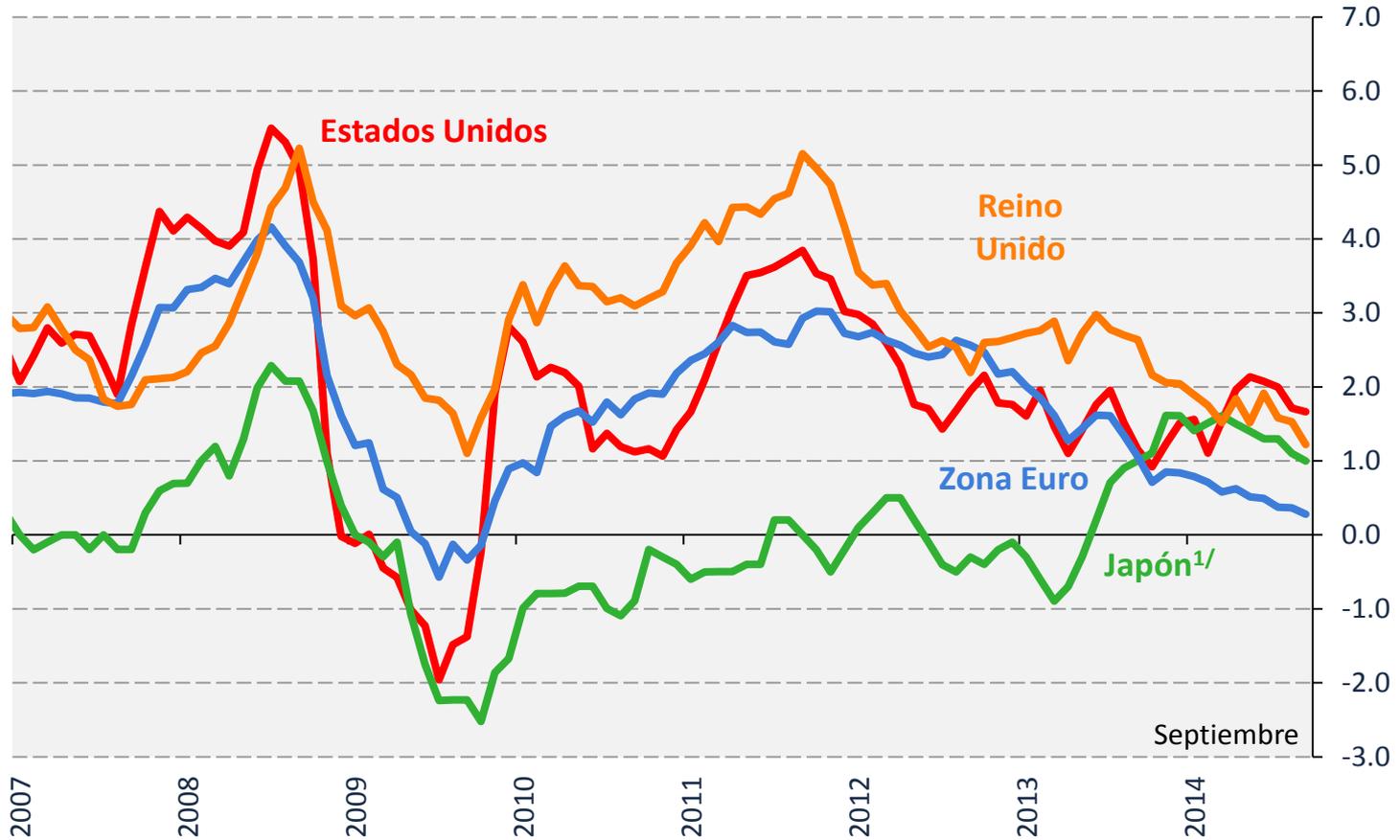
PEA/ Población Económicamente Activa.

a. e./ Cifras ajustadas por estacionalidad.

Fuente: Bureau of Labor Statistics (BLS).

Durante el 3T14 la inflación a nivel mundial disminuyó tanto por los menores precios internacionales de energía y alimentos, como por la holgura prevaleciente, particularmente en la mayoría de las economías avanzadas.

Inflación General Variación % anual



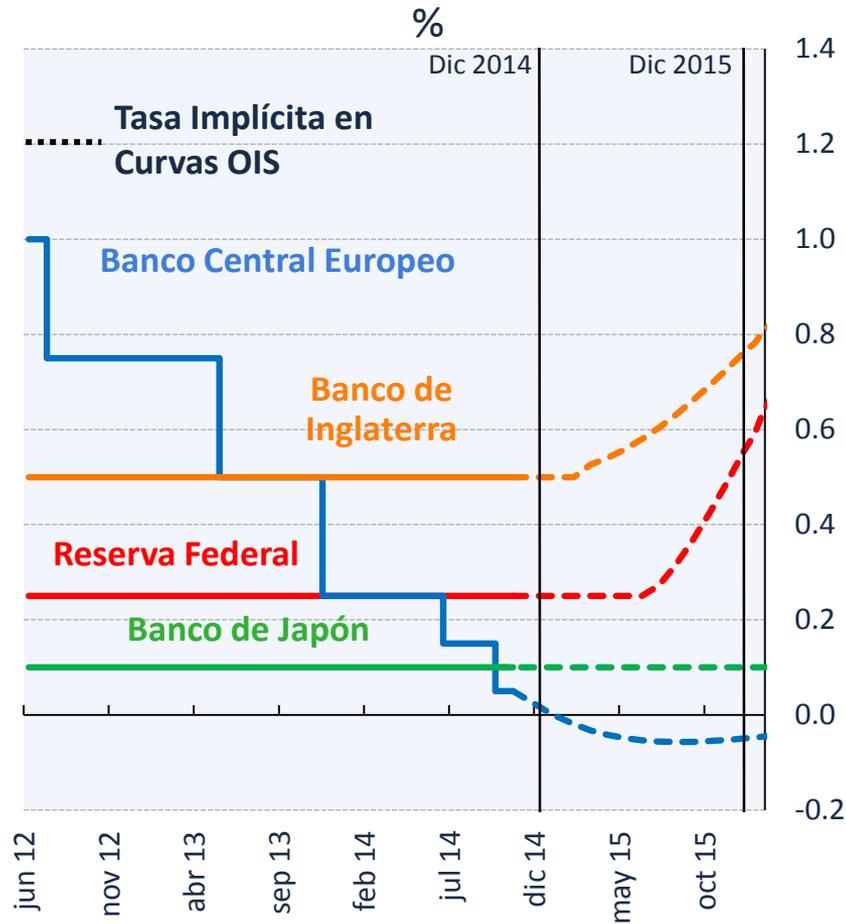
1/ Excluyendo el efecto del alza en los impuestos al consumo.

Fuente: Haver Analytics y JP Morgan.

Considerando el entorno de débil crecimiento y la baja inflación a nivel global, la postura monetaria en la mayoría de las economías se espera continúe siendo acomodaticia en los siguientes trimestres.

Economías Avanzadas

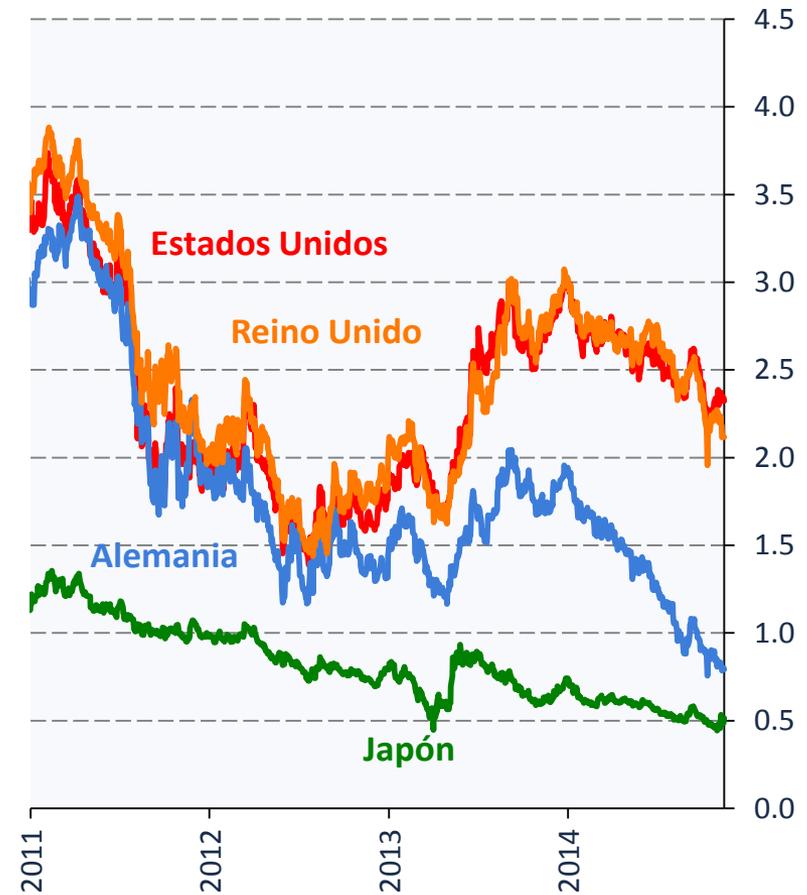
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS ^{1/}



1/ OIS: Overnight Index Swap.

Fuente: Bloomberg con cálculos del Banco de México.

Tasas de Interés de 10 años de %

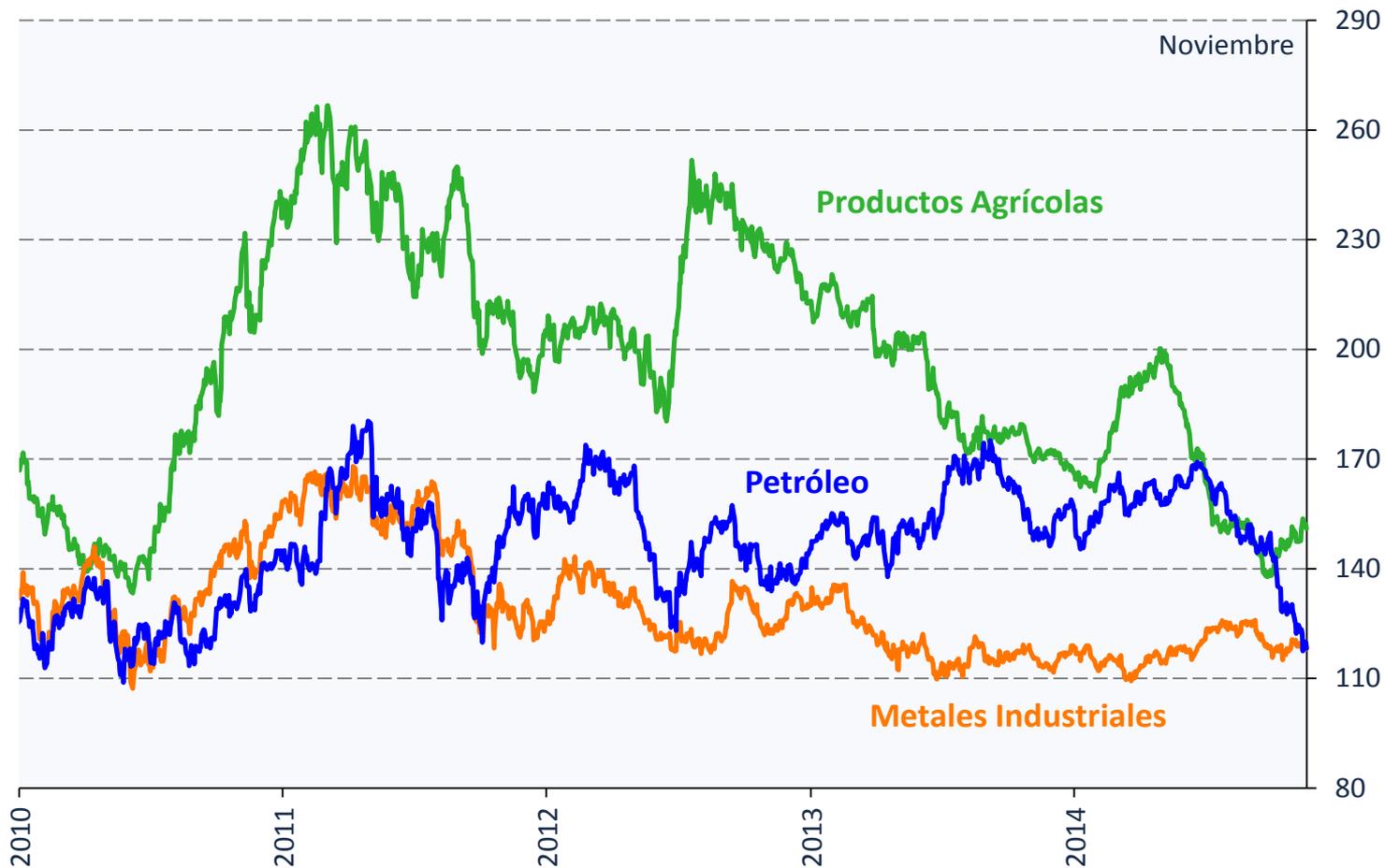


Fuente: Bloomberg.

Los precios de las materias primas han disminuido como reflejo tanto de una debilidad en la demanda global, como de factores de oferta y de la apreciación del dólar.

Precios de Materias Primas

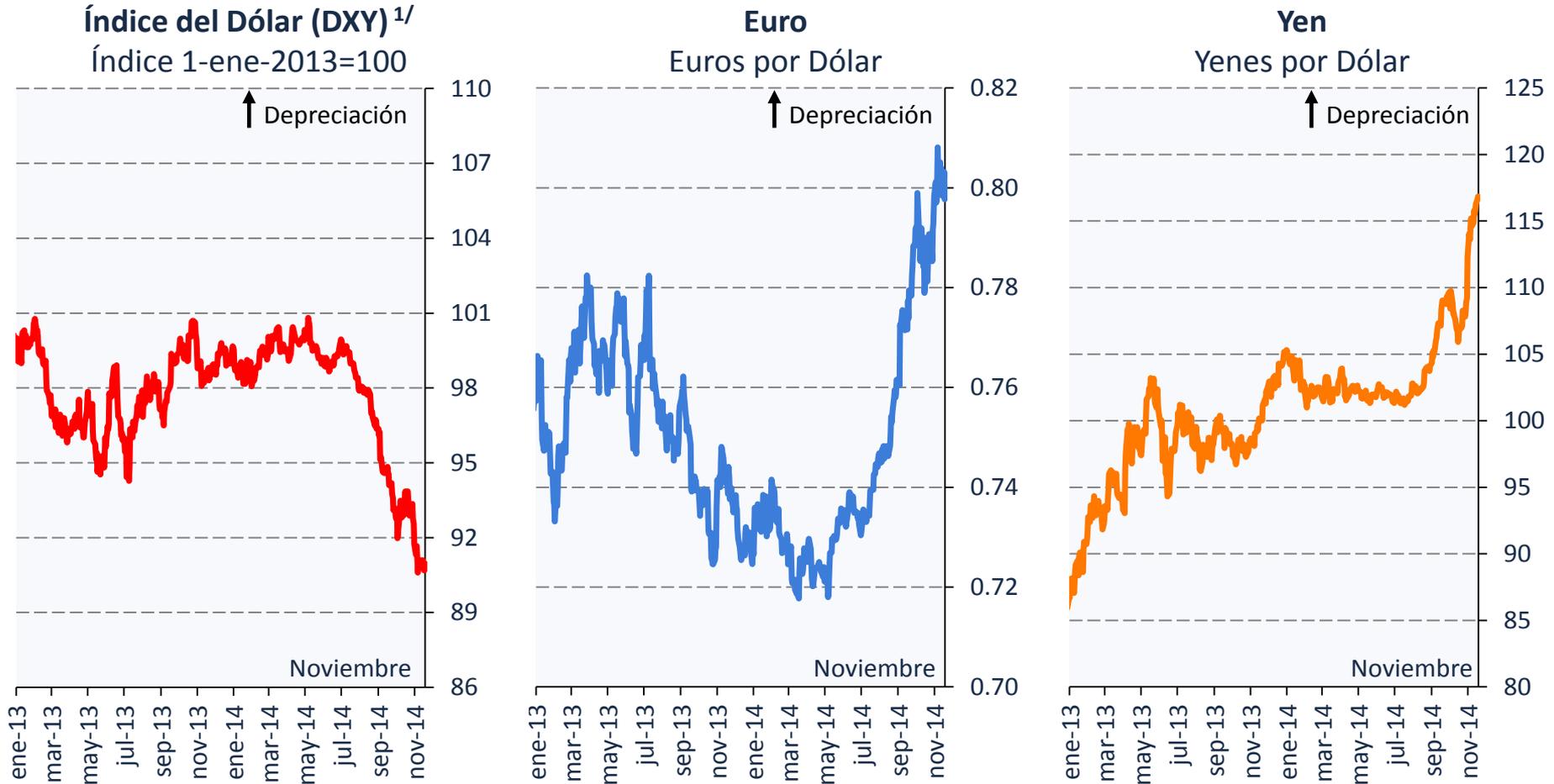
Índice 03-ene-2006 = 100



Fuente: Standard & Poor's.

Como se señaló, el tipo de cambio del dólar frente a las principales monedas se apreció significativamente.

Economías Avanzadas: Tipo de Cambio



1/ Se refiere al índice DXY estimado por Intercontinental Exchange (ICE) basado en un promedio ponderado del valor del dólar comparado con una canasta de 6 monedas importantes: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.
Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

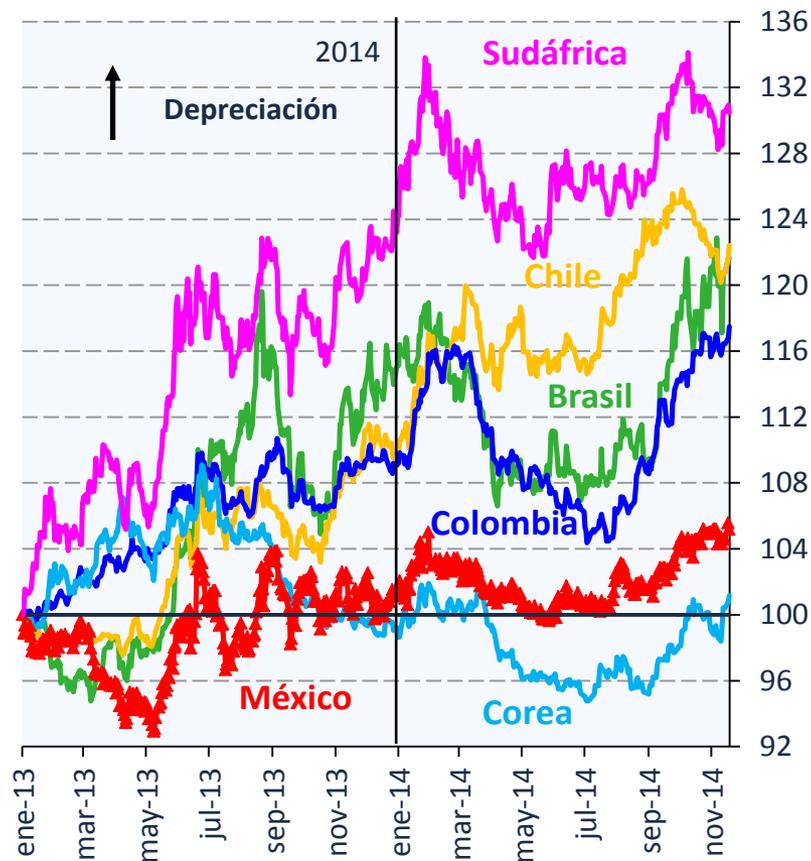
La preocupación sobre el panorama de la economía mundial y la incertidumbre sobre la posible respuesta de política monetaria en las economías avanzadas provocaron un fuerte repunte en la volatilidad en los mercados financieros internacionales y depreciaciones de las monedas de economías emergentes.

Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio



1/ Se refiere al promedio simple de la volatilidad implícita en opciones tipo *put* de los tipos de cambio de: Brasil, Chile, Corea, India, México, Perú, Polonia, Sudáfrica y Turquía. 2/ Se refiere al índice de volatilidad implícita de los tipos de cambio de los países del G7 (Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, R.U. y E.U.A.) publicado por J.P. Morgan. Fuente: Bloomberg.

Tipo de Cambio con Respecto al Dólar Índice 01-ene-2013 = 100



Fuente: Bloomberg.

Índice

1 **Política Monetaria**

2 **Condiciones Externas**

3 **Evolución de la Economía Mexicana**

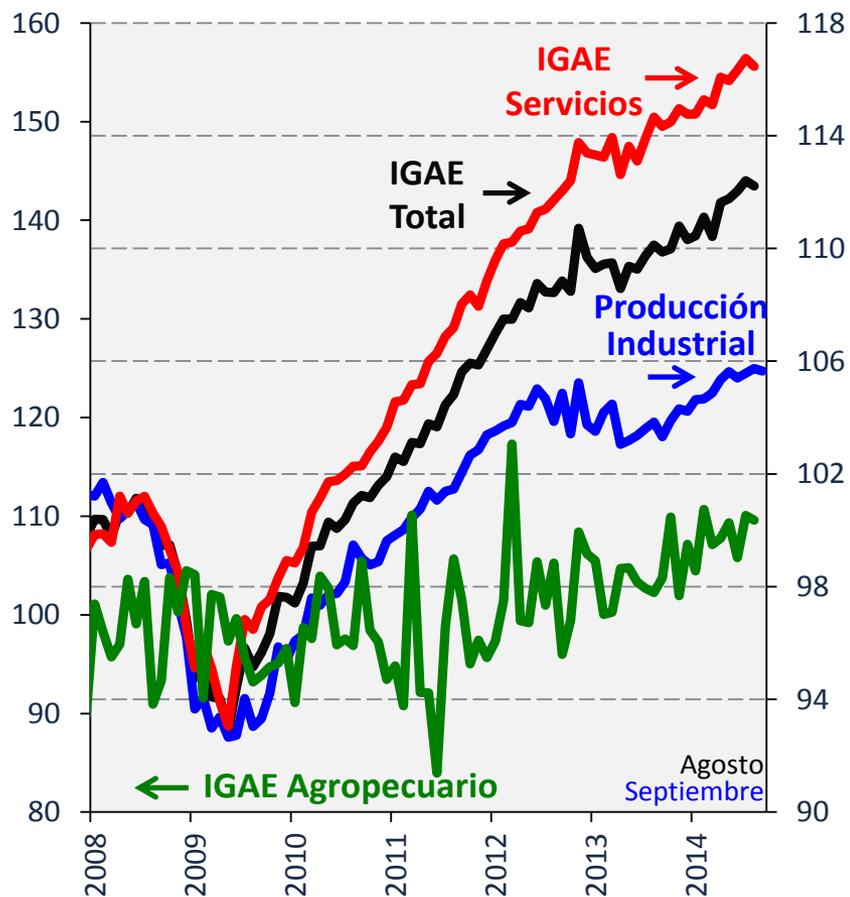
4 **Determinantes de la Inflación**

5 **Previsiones y Balance de Riesgos**

En el 3T14 la actividad económica en México continuó recuperándose, aunque a un ritmo más moderado respecto al trimestre previo.

Indicadores de la Actividad Económica

Índices 2008 = 100, a.e.

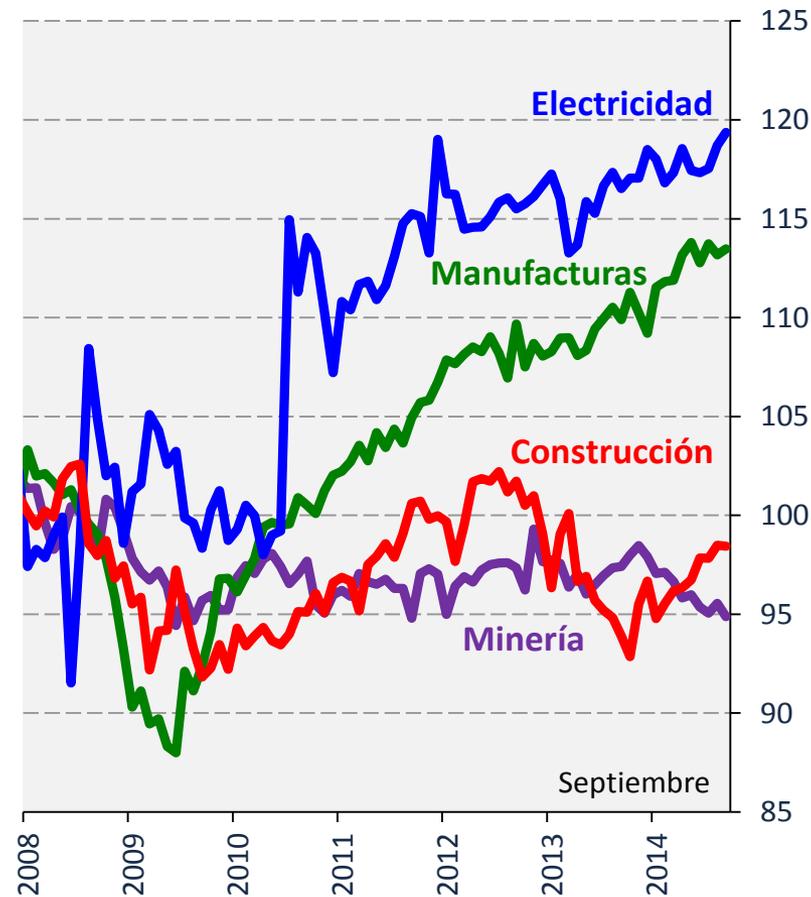


a.e./ Cifras con ajuste estacional.

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

Actividad Industrial

Índices 2008 = 100, a.e.

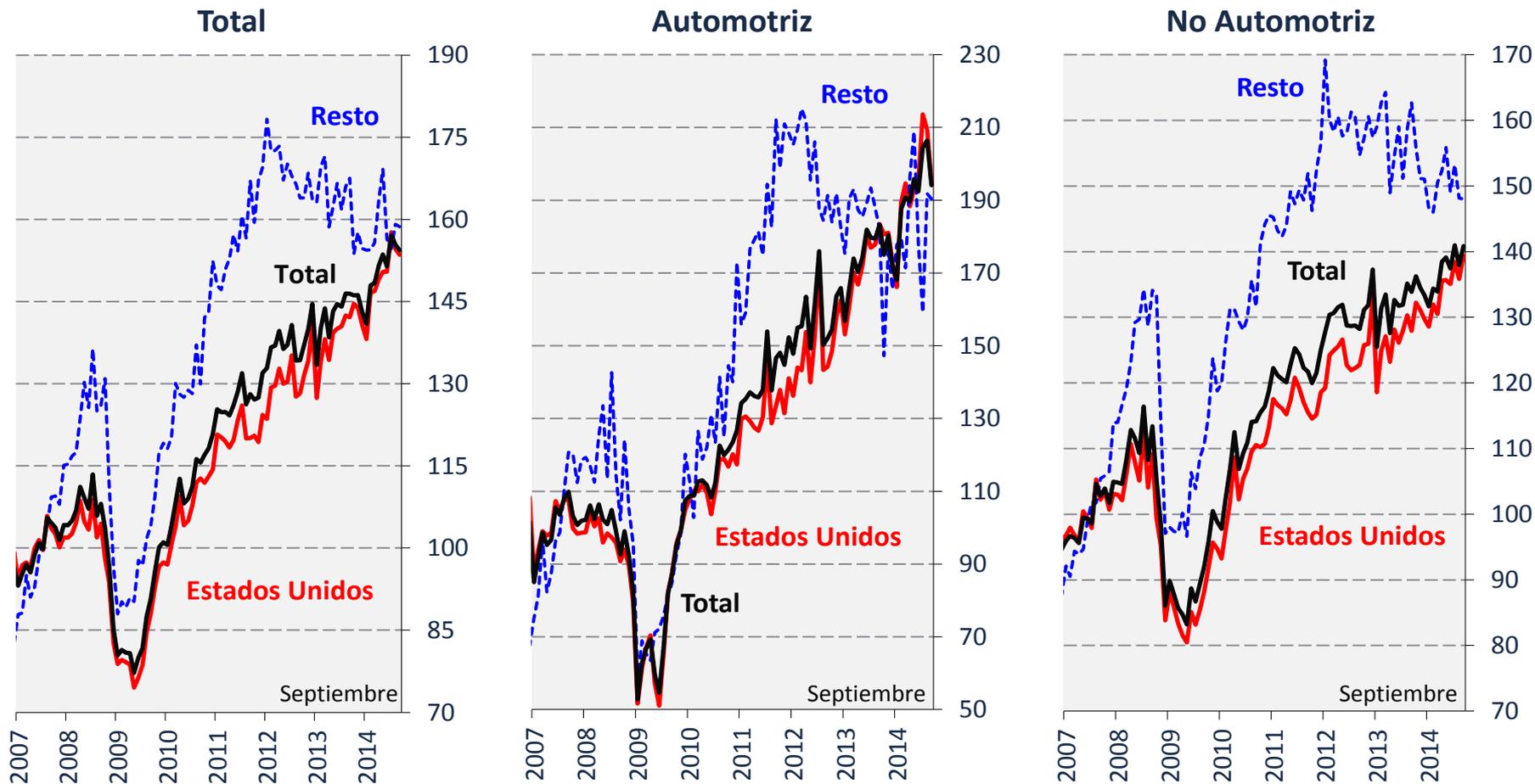


a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Este comportamiento refleja principalmente el dinamismo de la demanda externa proveniente de Estados Unidos.

Exportaciones Manufactureras Índices 2007=100, a.e.



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

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

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

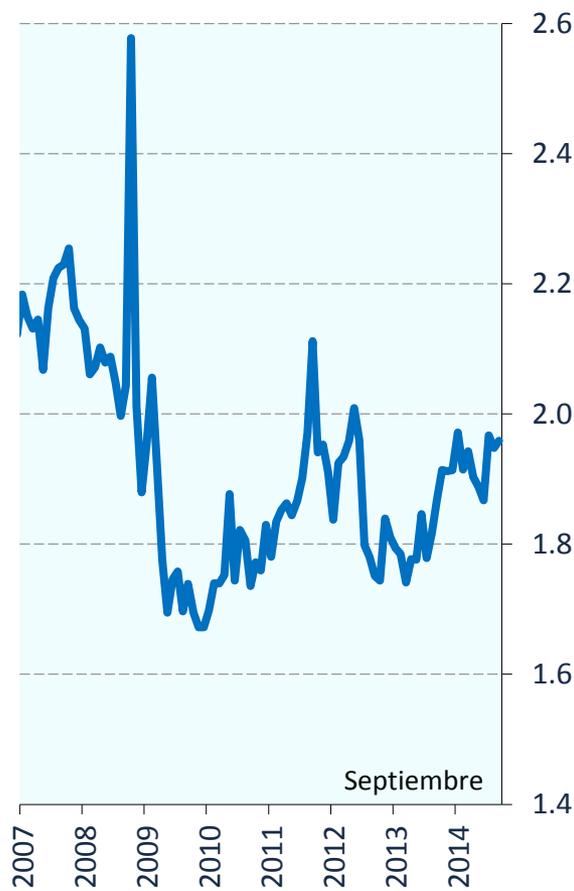
Durante el 3T14, la demanda interna mostró una débil mejoría.

Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior
Índice 2008=100, a. e.



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

Remesas Familiares
Miles de millones de dólares, a.e.



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

Confianza del Consumidor
Índice ene-2003=100, a.e.

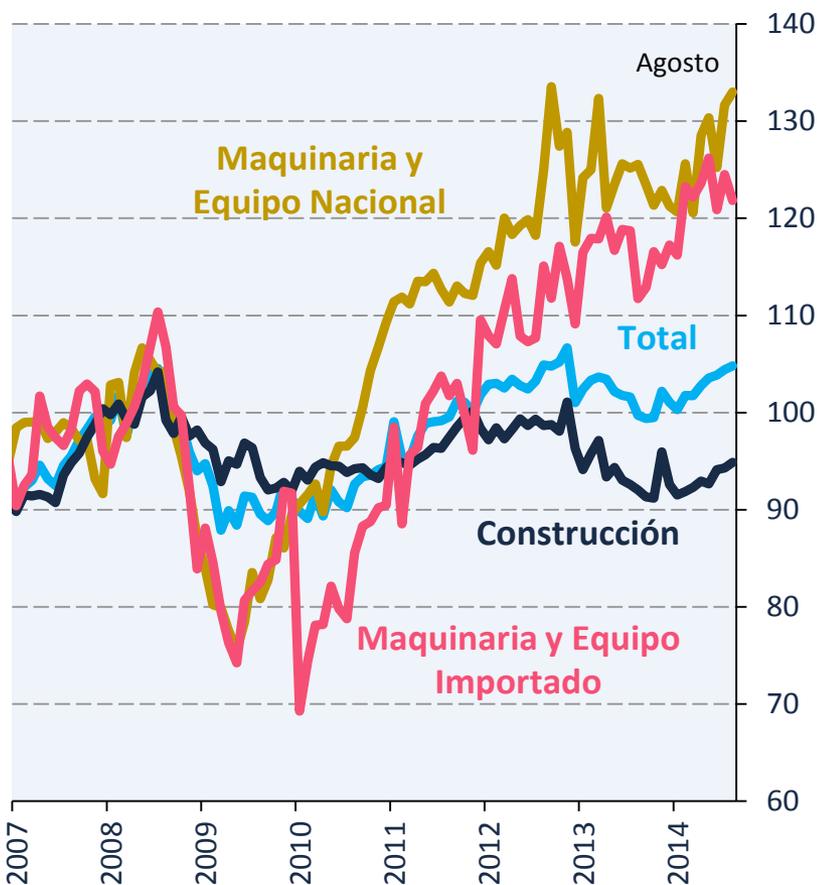


a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: INEGI y Banco de México.

La inversión fija bruta continuó aumentando como resultado en buena medida del dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo nacional.

Inversión y sus Componentes

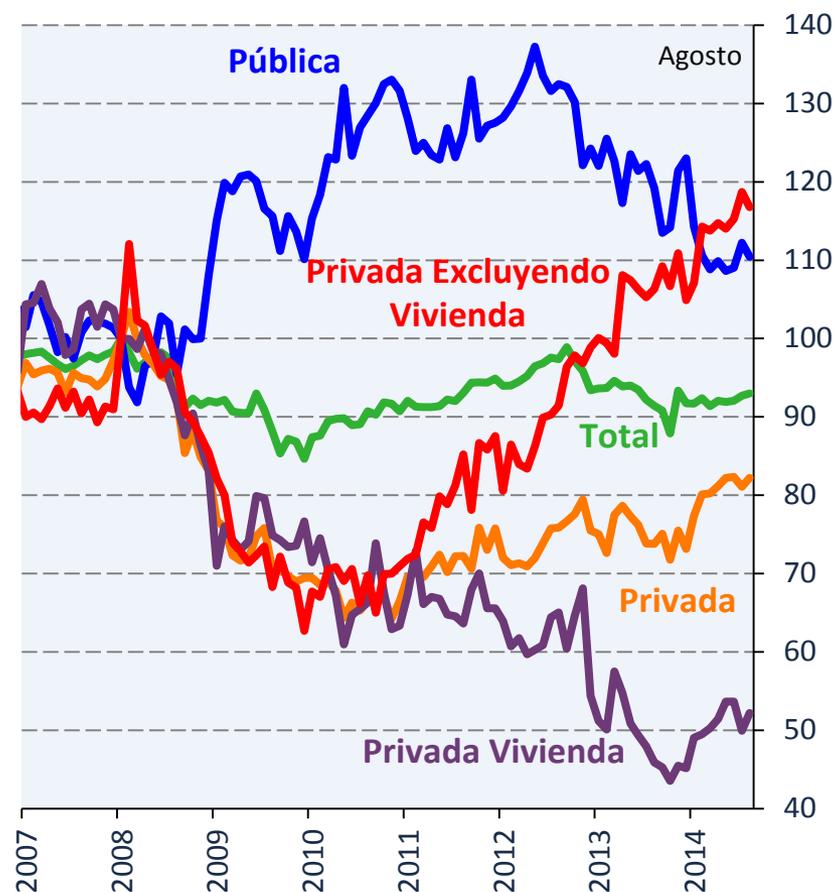
Índice 2008=100, a.e.



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

Valor Real de la Producción en la Construcción

Índice ene-2008=100, a.e.



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

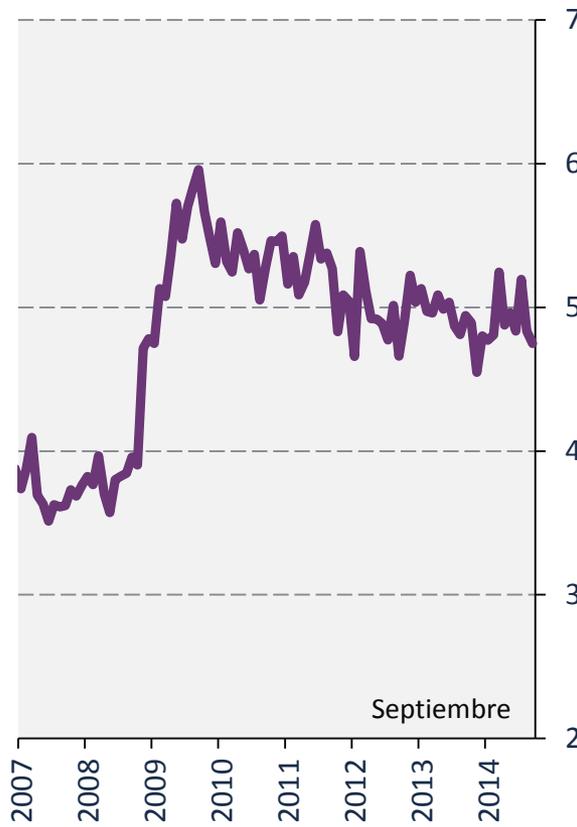
A pesar de la gradual reactivación de la actividad económica, persistieron condiciones de holgura en el mercado laboral, si bien éstas parecerían estar disminuyendo.

Trabajadores Asegurados en el IMSS y Población Ocupada
Índice 2012=100, a.e.



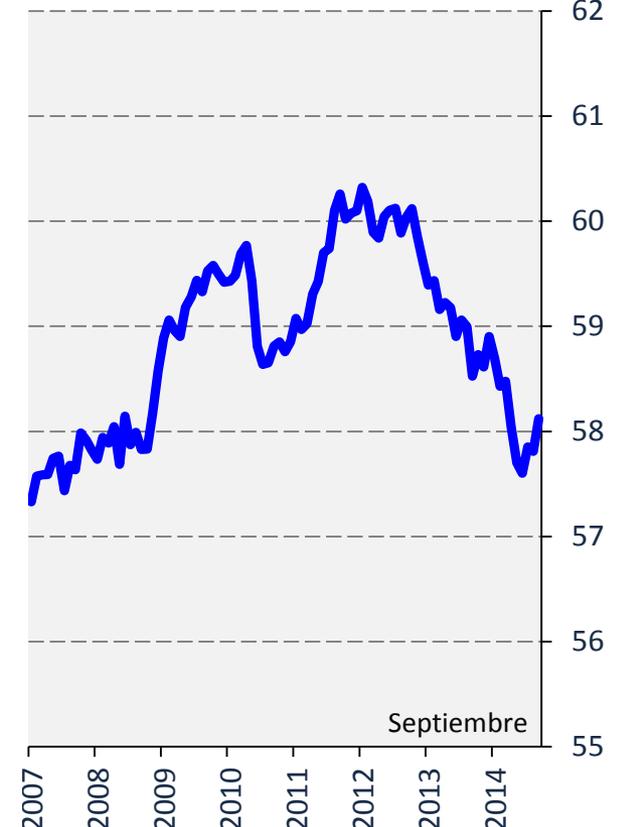
a.e./ Cifras con ajuste estacional.
1/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización efectuada por Banco de México.
2/ Elaboración de Banco de México con información de INEGI.
Fuente: IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

Tasa de Desocupación Nacional
% de la PEA, a.e.



PEA/ Población Económicamente Activa.
a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

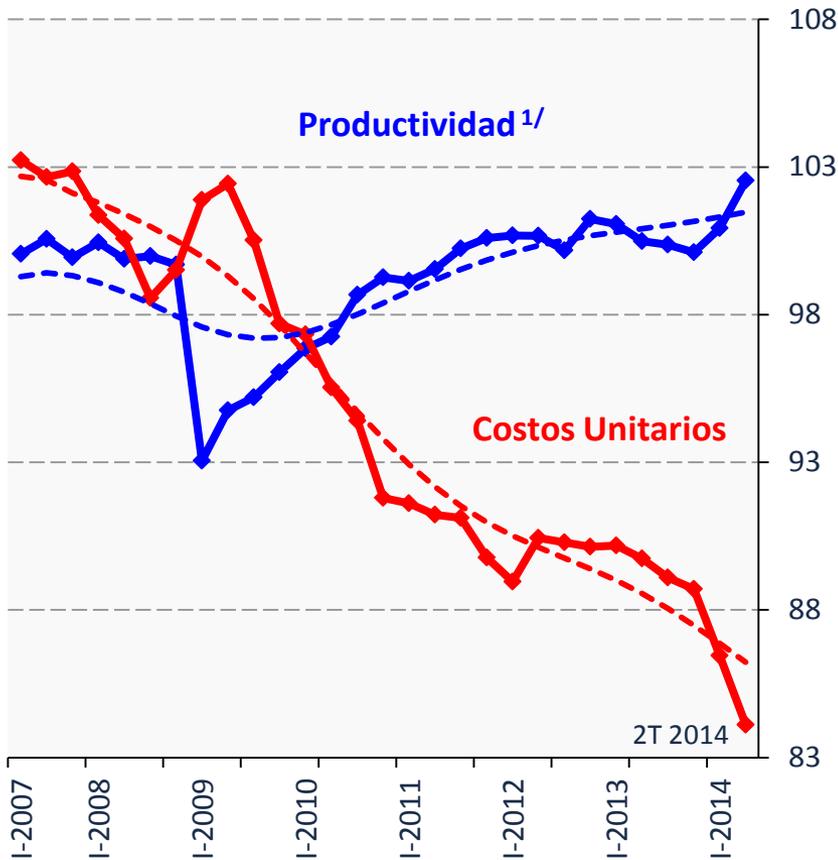
Tasa de Informalidad Laboral
% de la población ocupada, a.e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Desestacionalización de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

No obstante, los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto siguen disminuyendo.

Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en la Economía
Índice 2008=100, a.e.

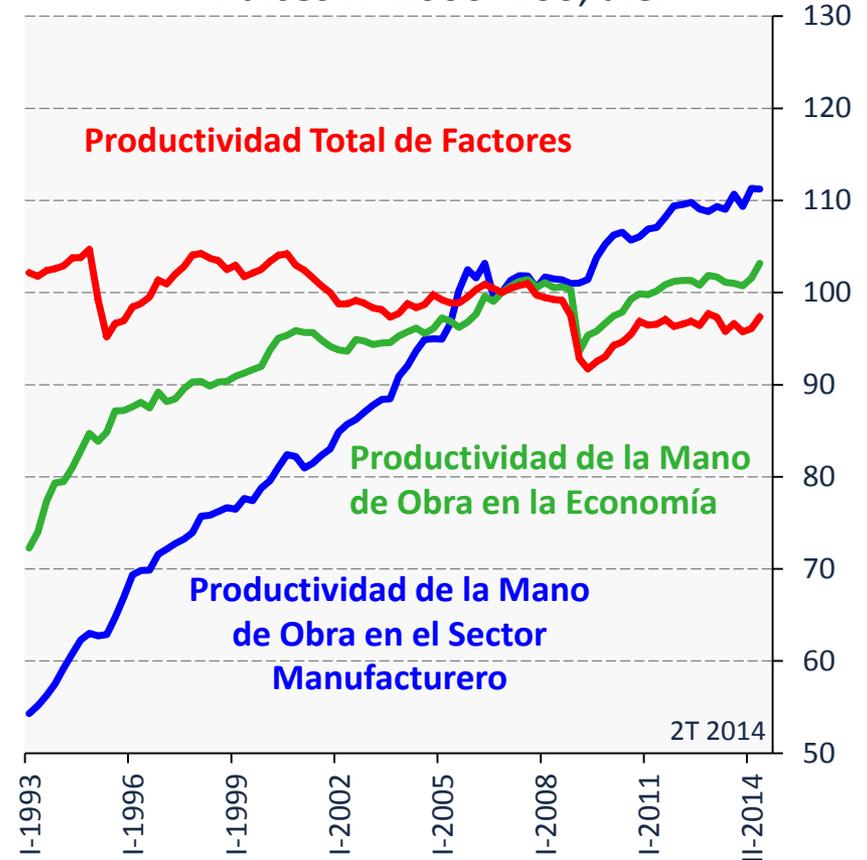


a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

Fuente: INEGI, Índice Global de la Productividad Laboral en la Economía (IGPLE). Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

Productividad Total de los Factores y Productividad de la Mano de Obra en la Economía y en el Sector Manufacturero^{2/}
Índices IV-2006=100, a.e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional.

2/ La productividad total de los factores se estimó con una regresión en logs del PIB contra el factor trabajo y el acervo de capital. La productividad de la mano de obra es con base en las horas trabajadas.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IGPLE, de la EMIM y del indicador de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Índice

1 **Política Monetaria**

2 **Condiciones Externas**

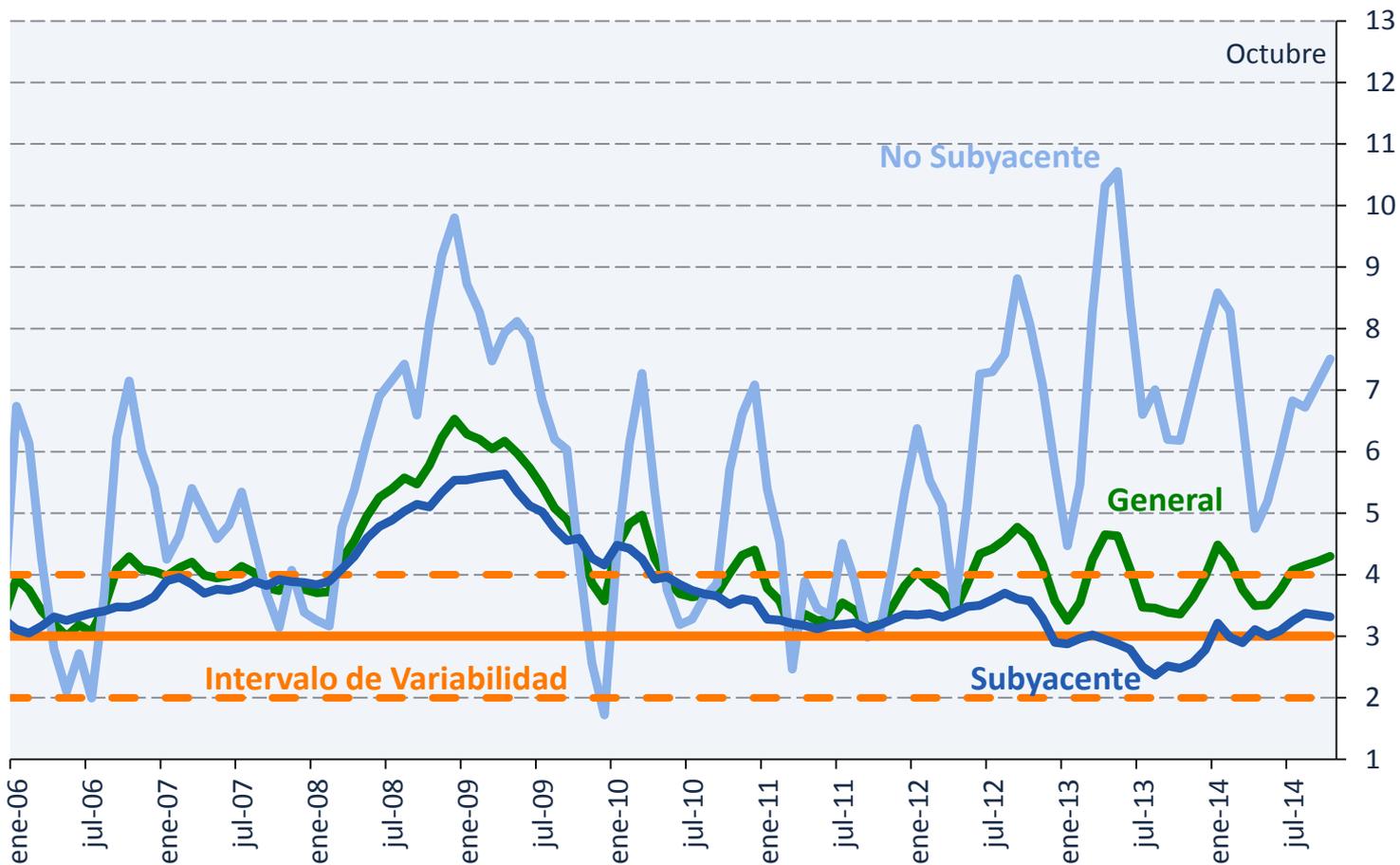
3 **Evolución de la Economía Mexicana**

4 **Determinantes de la Inflación**

5 **Previsiones y Balance de Riesgos**

En el 3T14, la inflación general anual alcanzó niveles por arriba de 4 por ciento, como resultado de choques de naturaleza transitoria.

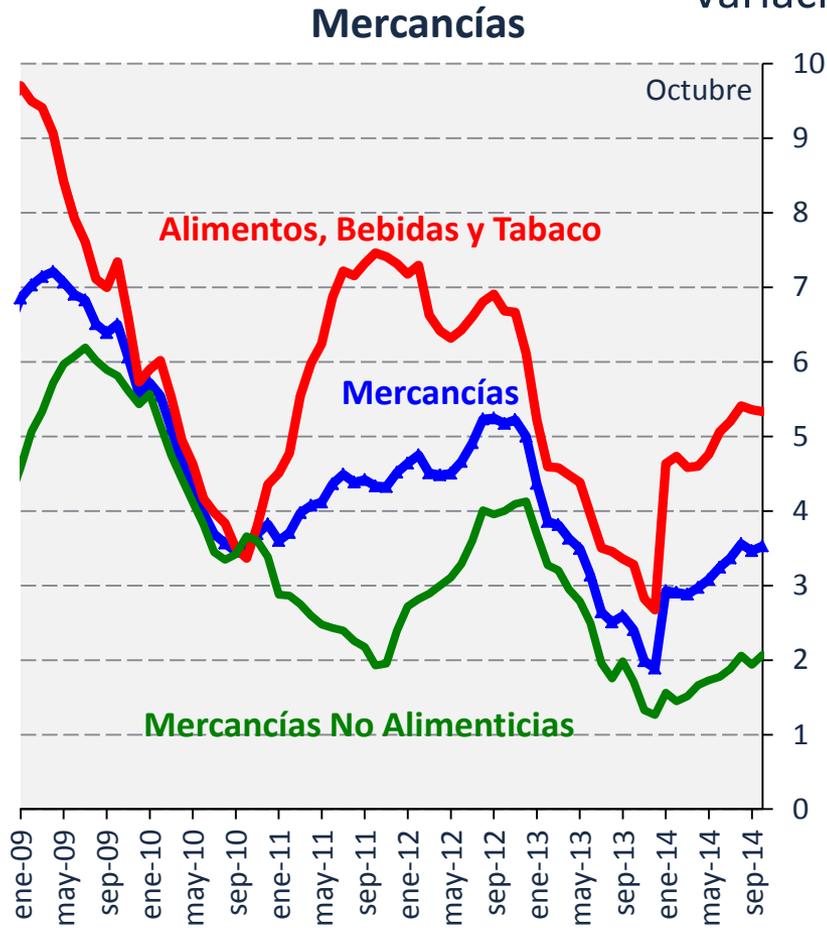
Índice Nacional de Precios al Consumidor Variación % anual



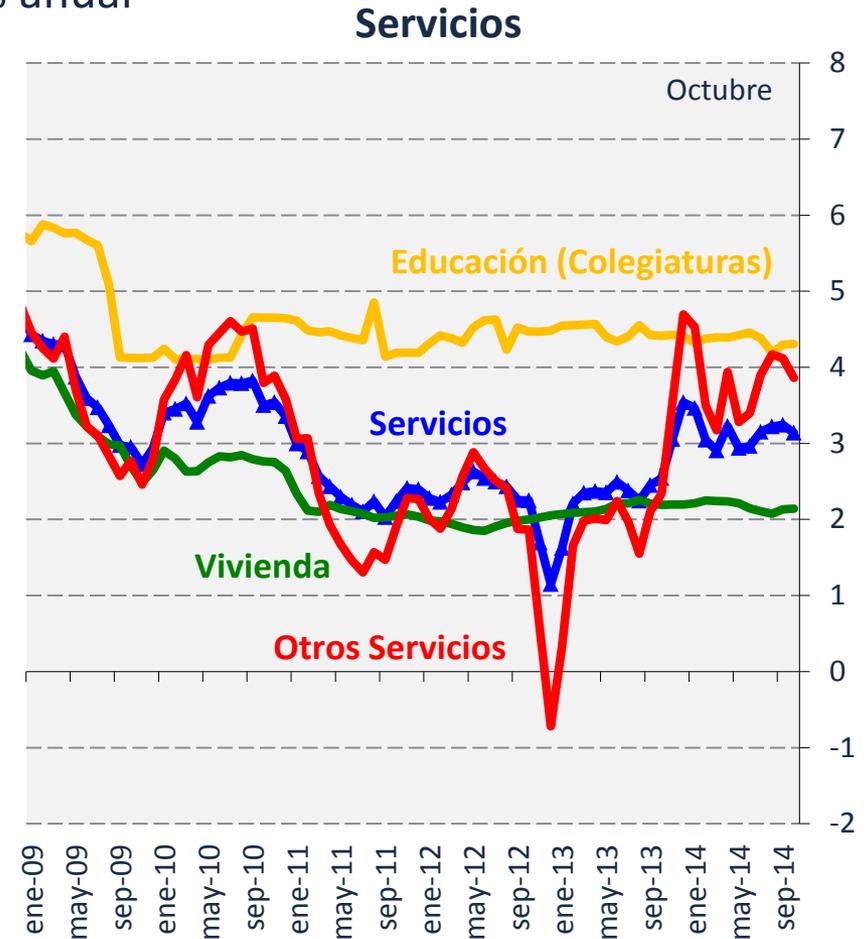
Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente aumentó debido en buena medida, al comportamiento del grupo de mercancías alimenticias, ya que algunos bienes derivados de productos pecuarios exhibieron alzas en sus precios.

Índice de Precios Subyacente Variación % anual



Fuente: Banco de México e INEGI.

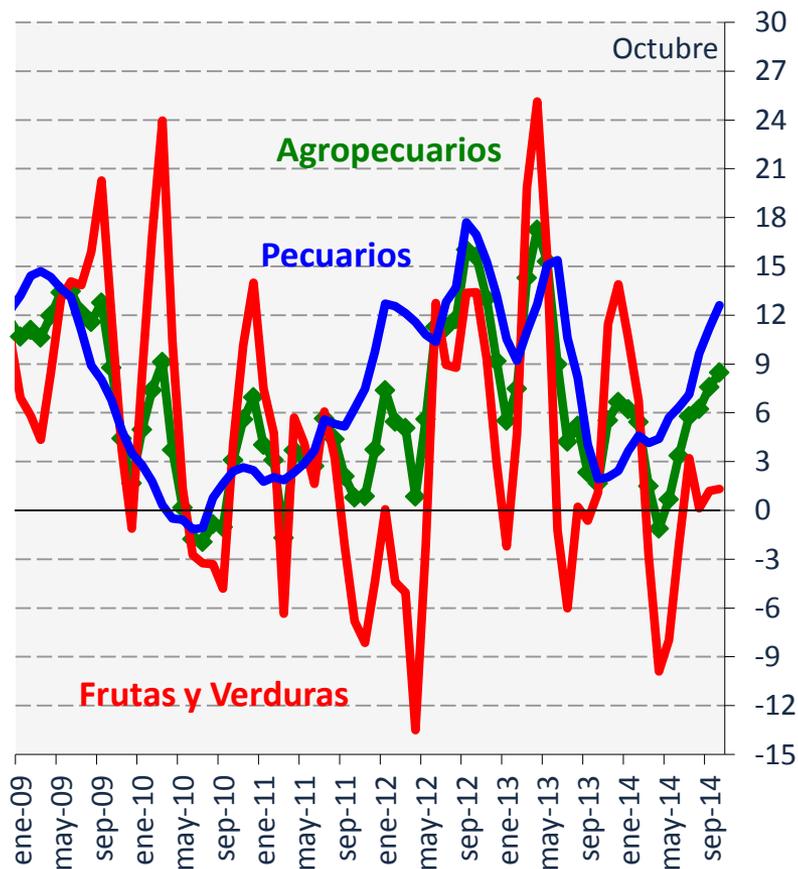


Fuente: Banco de México e INEGI.

El desvanecimiento del efecto de una elevada base de comparación en el subíndice de frutas y verduras, junto con alzas en los precios de algunos productos cárnicos dieron lugar a un aumento en la inflación no subyacente en el 3T14.

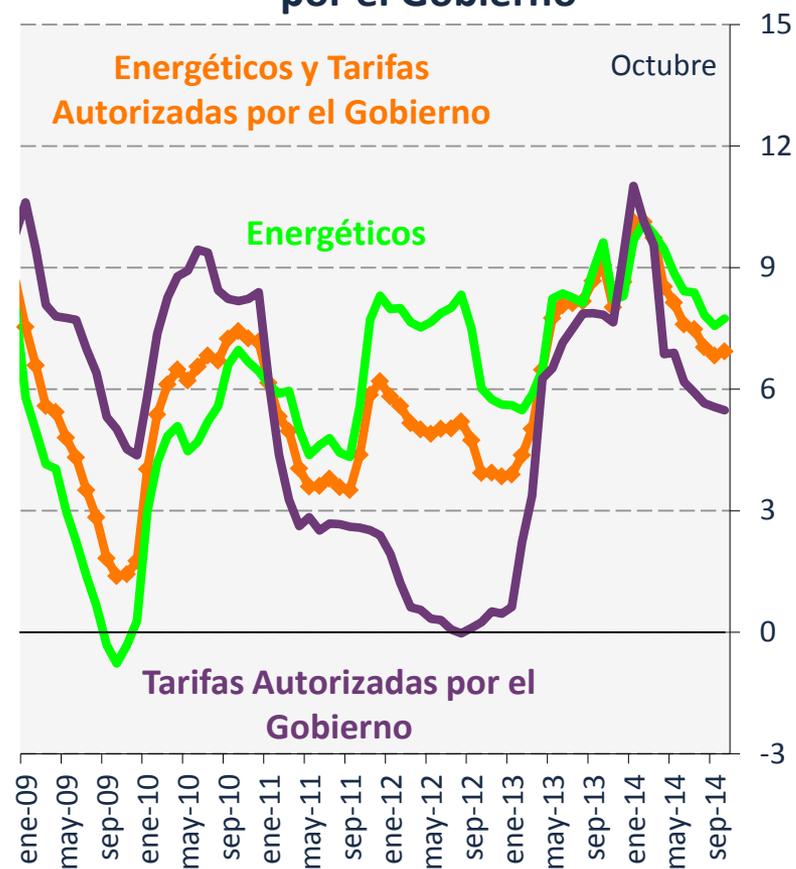
Índice de Precios No Subyacente Variación % anual

Agropecuarios



Fuente: Banco de México e INEGI.

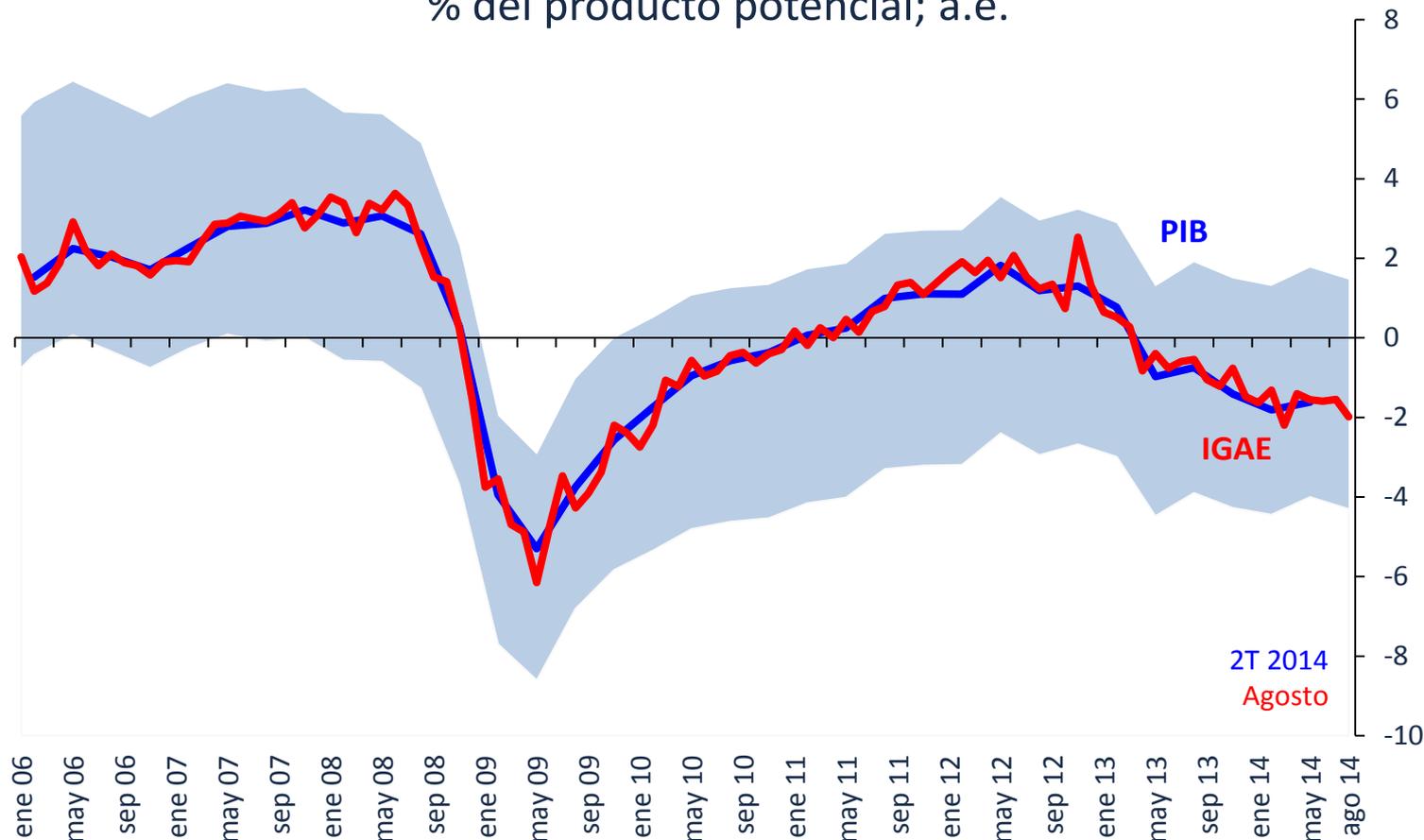
Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno



Fuente: Banco de México e INEGI.

Derivado de la evolución de la actividad económica, se estima que la brecha del producto, que permanece en niveles negativos, continúe cerrándose en los próximos trimestres.

Brecha del Producto ^{1/} % del producto potencial; a.e.



a.e./ Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.

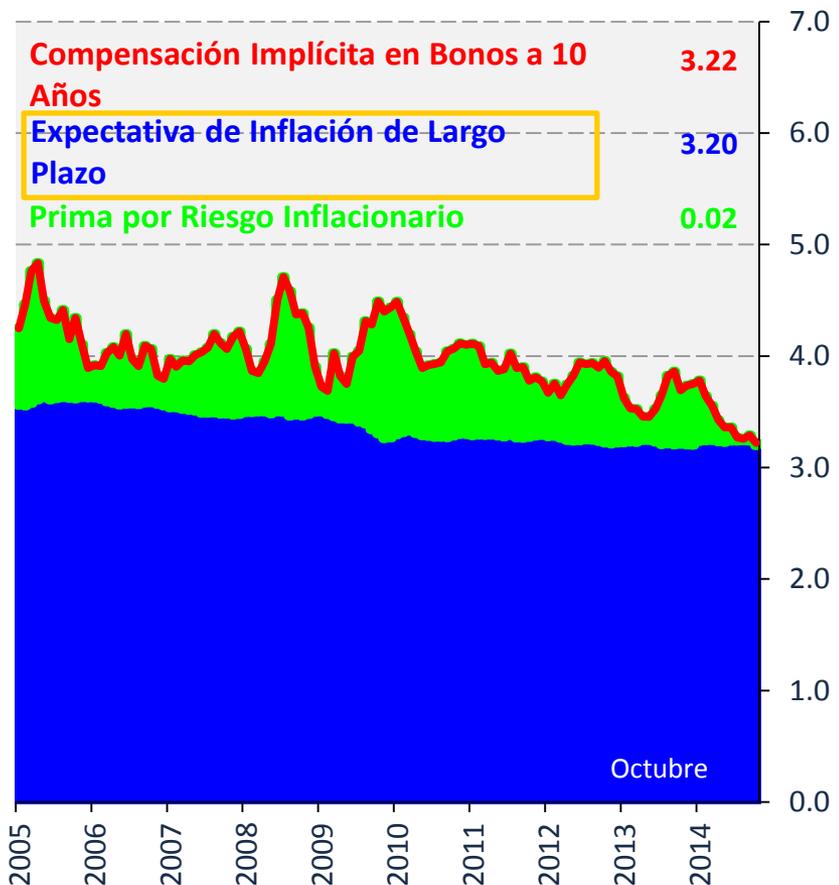
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág. 74. El área azul indica el intervalo al 95% de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

Las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado continúan en niveles cercanos a 3 por ciento, en tanto que las provenientes de encuestas permanecen estables.

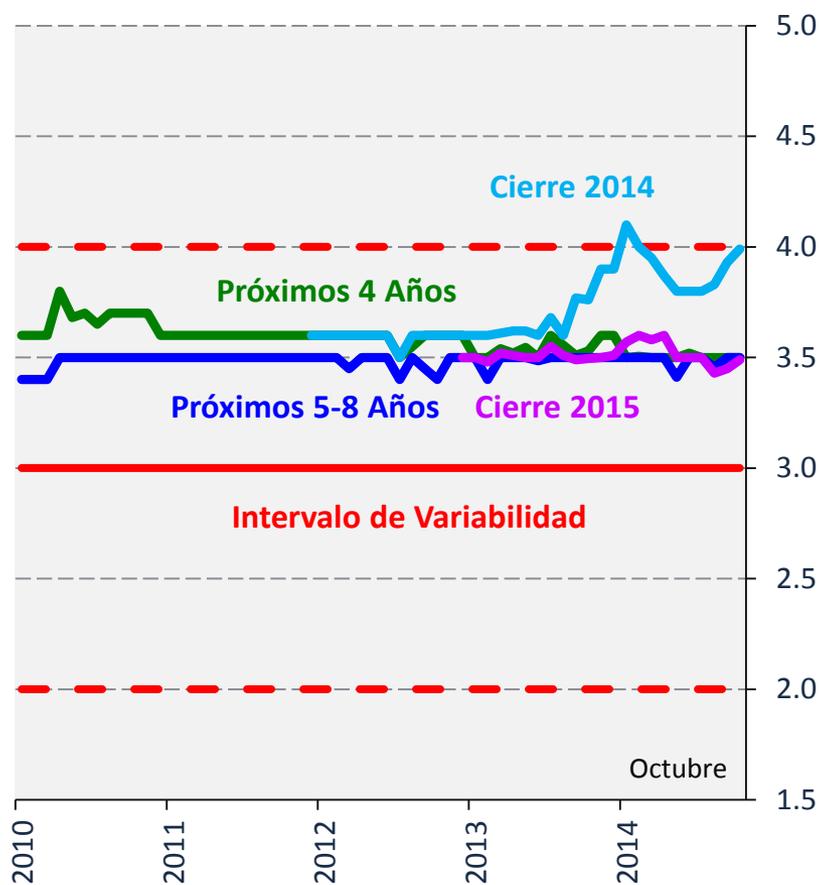
Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario ^{1/}

%



Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos

Mediana, %



^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2014).

Fuente: Encuesta de Banco de México.

El tipo de cambio se ha ajustado de manera ordenada a pesar del aumento en la volatilidad de los mercados financieros.

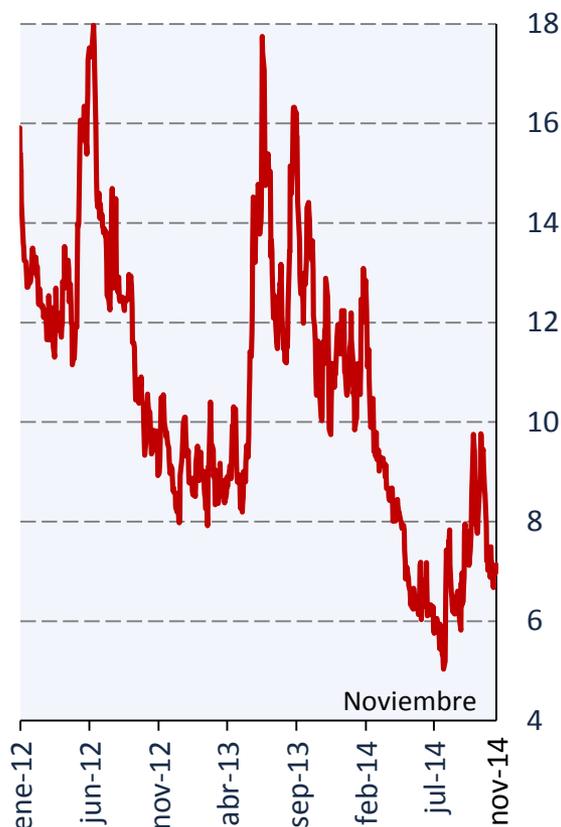
Tipo de Cambio Nominal y Expectativas del Tipo de Cambio al Cierre de 2014 y 2015 ^{1/}

Pesos por dólar



^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. El último dato del tipo de cambio observado corresponde al 18 de noviembre de 2014. Para el caso de las expectativas, el último dato corresponde a la encuesta de octubre de 2014. Fuente: Banco de México y Encuesta de Banco de México.

Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio ^{2/}
Por ciento



^{2/} La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes. Fuente: Bloomberg.

Volumen Operado en el Mercado Cambiario
Índice 02-jul-2008=100



Fuente: Banco de México y Reuters.

Las tasas de interés y los diferenciales de tasas respecto a Estados Unidos aumentaron marginalmente para prácticamente todos los plazos.

Tasas de Interés de Valores Gubernamentales ^{1/}

%

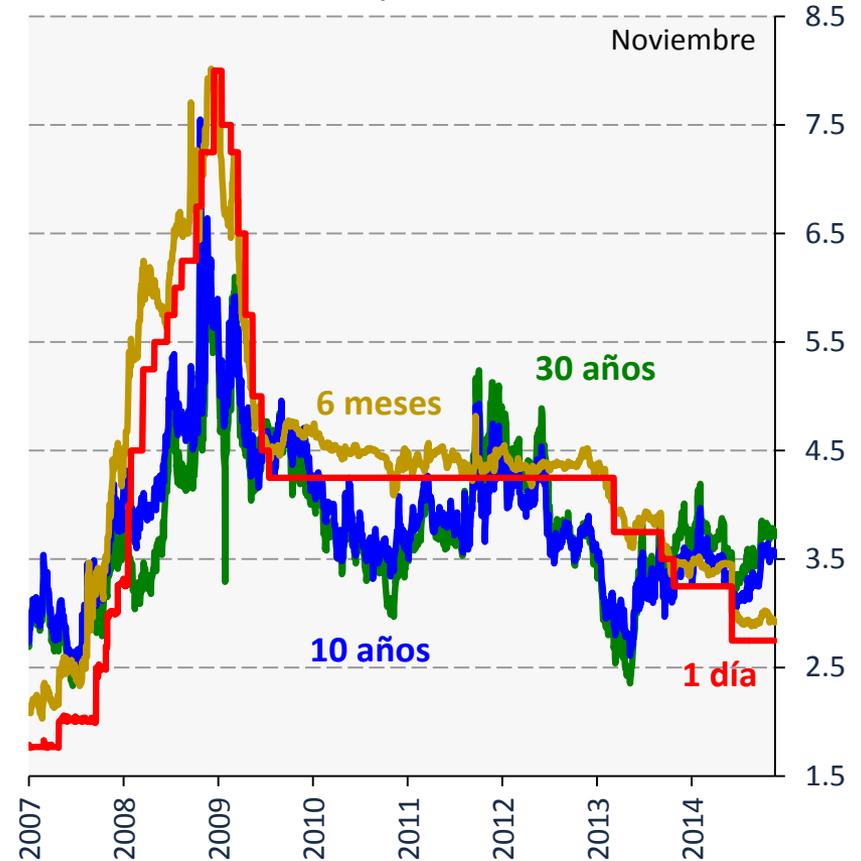


1/ A partir del 21 de enero de 2008, la tasa de interés a 1 día corresponde al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

Fuente: Banco de México y Proveedor Integral de Precios (PiP).

Diferencial de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos

Puntos porcentuales

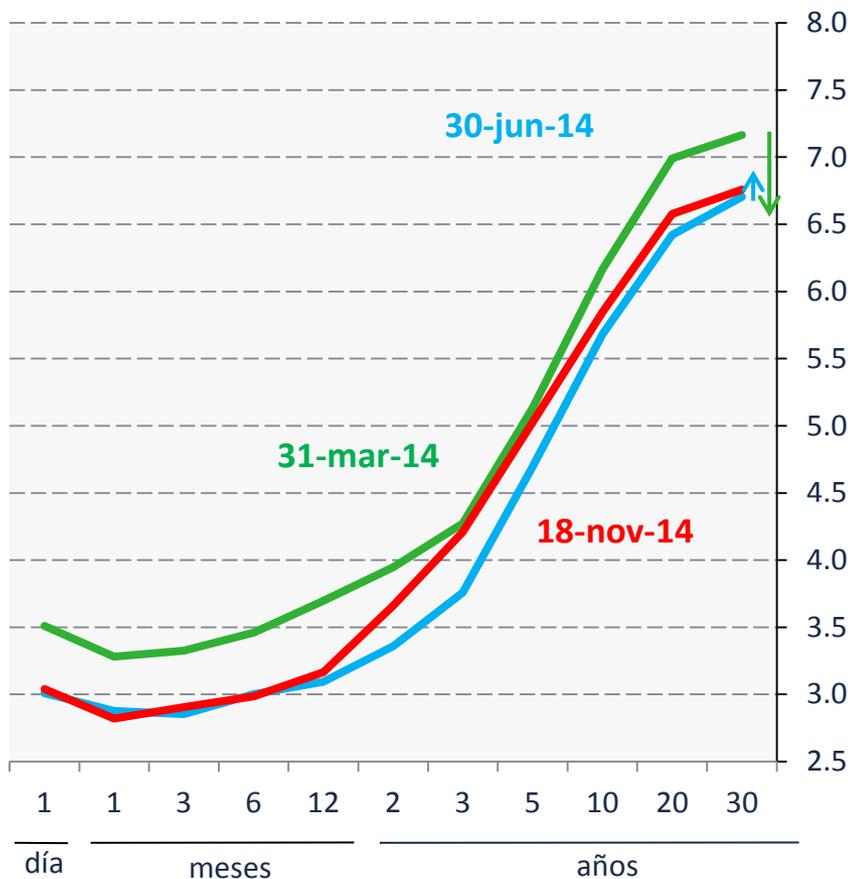


Fuente: Banco de México, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Lo anterior se ha reflejado en un ligero empinamiento de la curva de rendimientos, particularmente derivado del aumento de las tasas de mediano y largo plazo.

Curva de Rendimientos de Bonos Gubernamentales

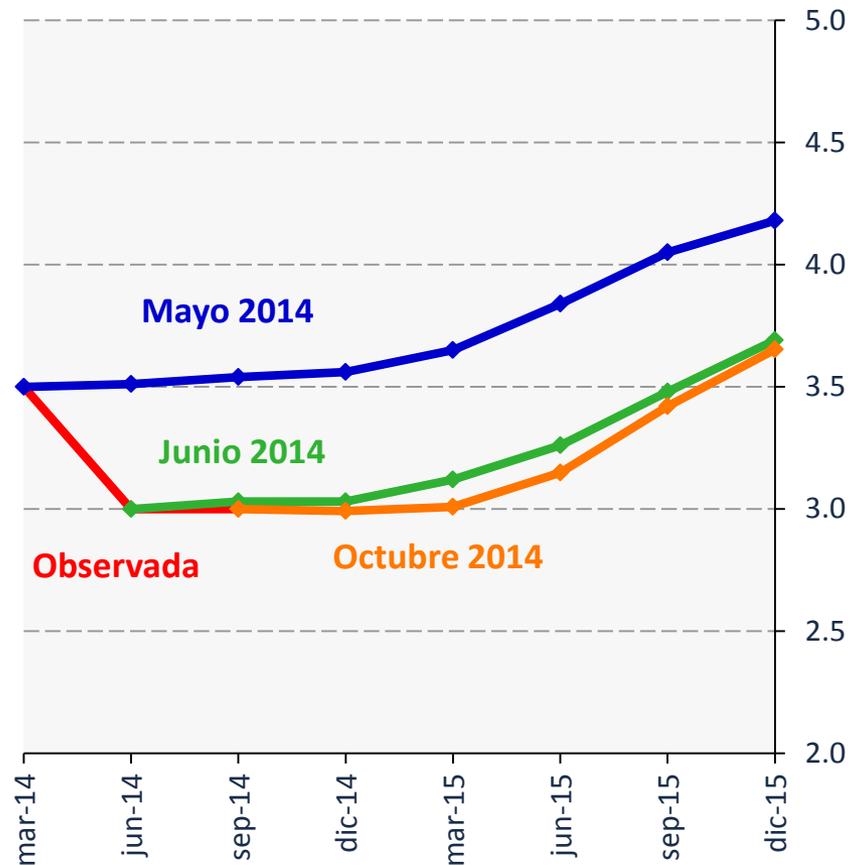
%



Fuente: Banco de México y Proveedor Integral de Precios (PiP).

Expectativas de la Tasa de Fondeo Interbancario

%



Fuente: Encuesta de Banco de México.

Índice

1 **Política Monetaria**

2 **Condiciones Externas**

3 **Evolución de la Economía Mexicana**

4 **Determinantes de la Inflación**

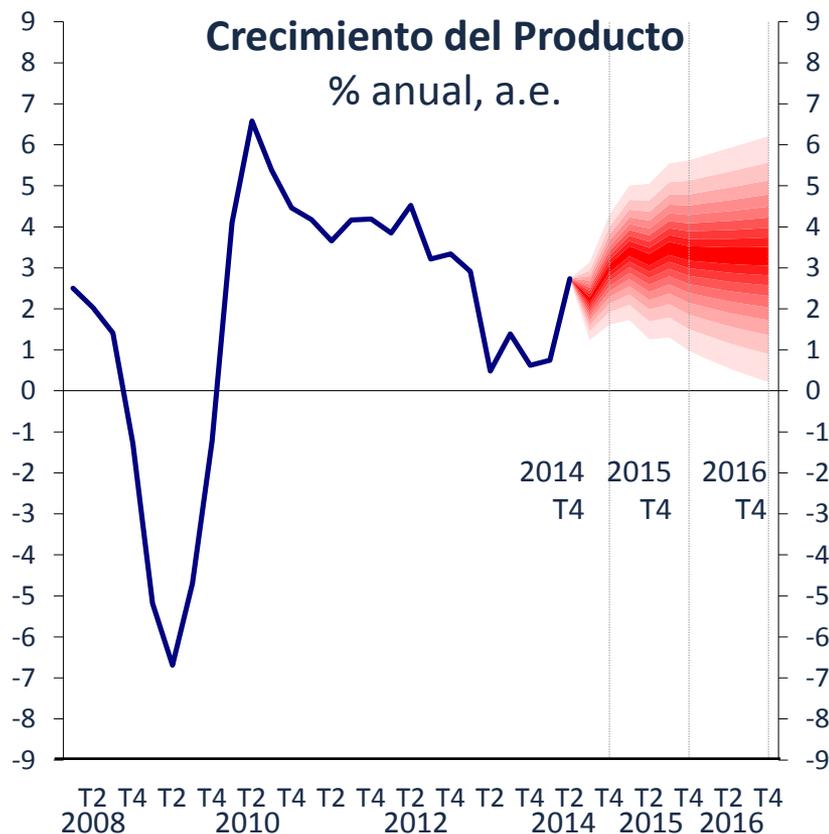
5 **Previsiones y Balance de Riesgos**

Previsiones para la Actividad Económica

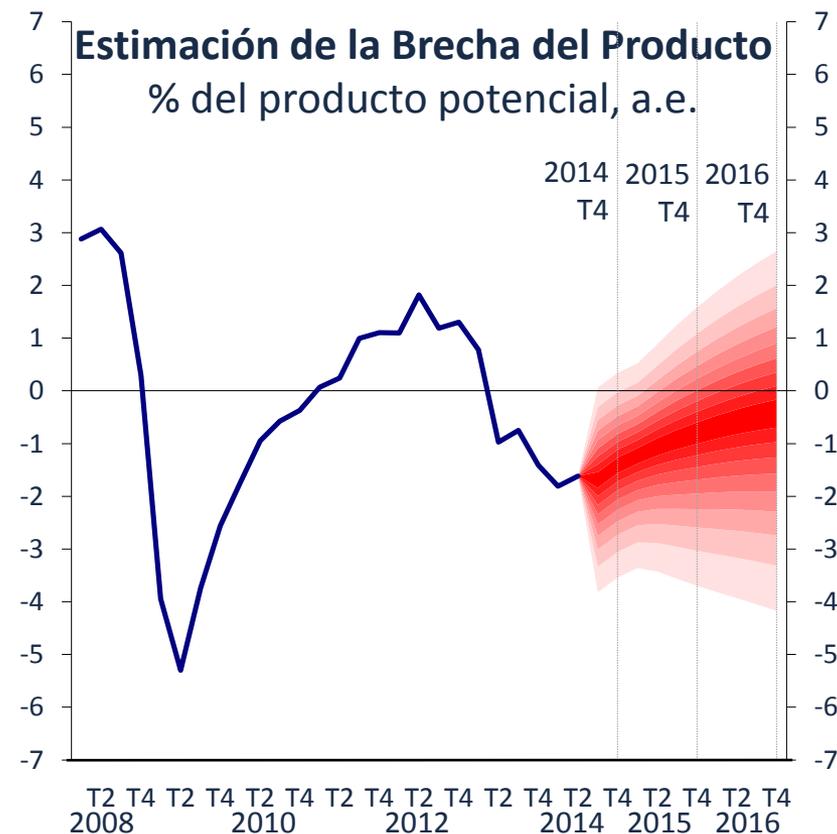
Crecimiento del PIB	
2014	Entre 2.0 y 2.5%
2015	Entre 3.0 y 4.0%
2016	Entre 3.2 y 4.2%

Incremento en trabajadores asegurados IMSS	
2014	Entre 640 y 710 mil
2015	Entre 620 y 720 mil
2016	Entre 640 y 740 mil

Gráficas de Abanico



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



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

Riesgos para el Escenario de Crecimiento:

Al alza:

- ✓ Una recuperación de la economía de Estados Unidos más vigorosa que la anticipada.
- ✓ Avances acelerados en la implementación de las primeras etapas de las reformas estructurales, en particular de la energética, que propicien una inversión mayor a la esperada.

A la baja:

- ✓ Un crecimiento de la economía mundial menor al previsto, particularmente en Estados Unidos.
- ✓ Riesgo de que la plataforma de producción de petróleo no se estabilice y continúe cayendo.
- ✓ Una intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.
- ✓ Incertidumbre causada por los acontecimientos sociales recientes que pudiera afectar la actividad económica.

Previsiones para la Inflación

Inflación General

Inflación Subyacente

2014

Afectación transitoria reciente por choques de precios relativos. Se espera que la inflación general anual disminuya en noviembre y diciembre para cerrar el año **alrededor de 4 por ciento**.

Se anticipa que se mantenga **cercana a 3 por ciento** el resto de 2014.

2015

Se espera que a principios de 2015, la inflación general anual se reduzca considerablemente y que **se mantenga alrededor de 3 por ciento** a partir de mediados de año.

Se espera que se ubique **por debajo de 3 por ciento** en 2015.

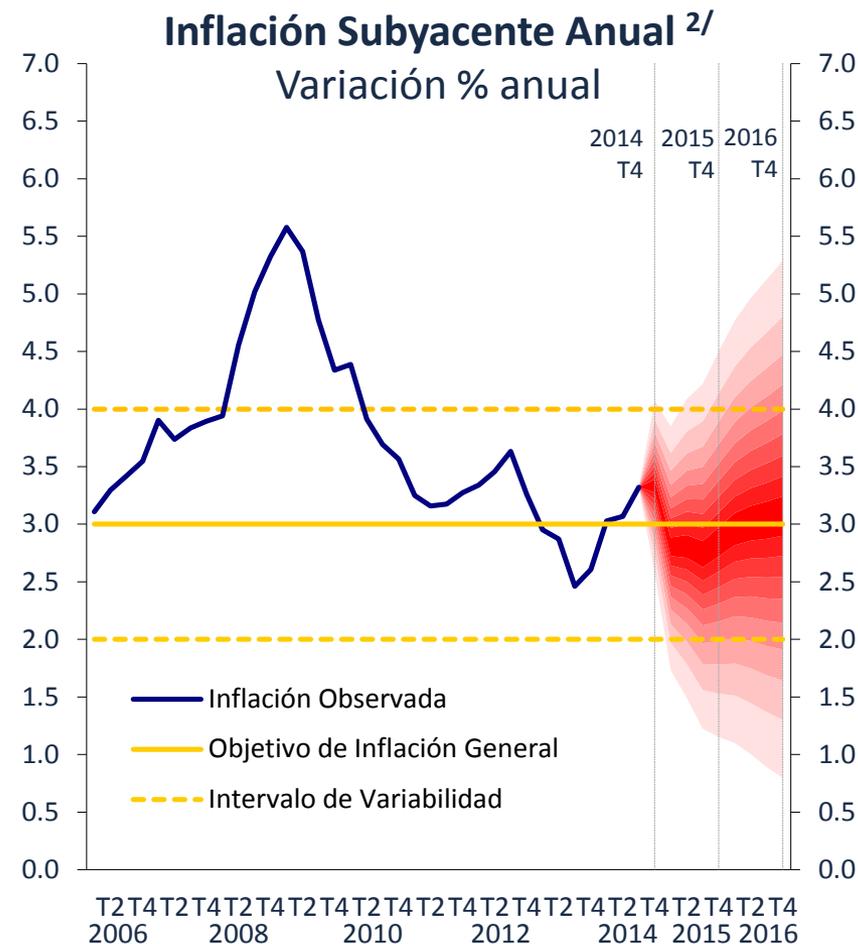
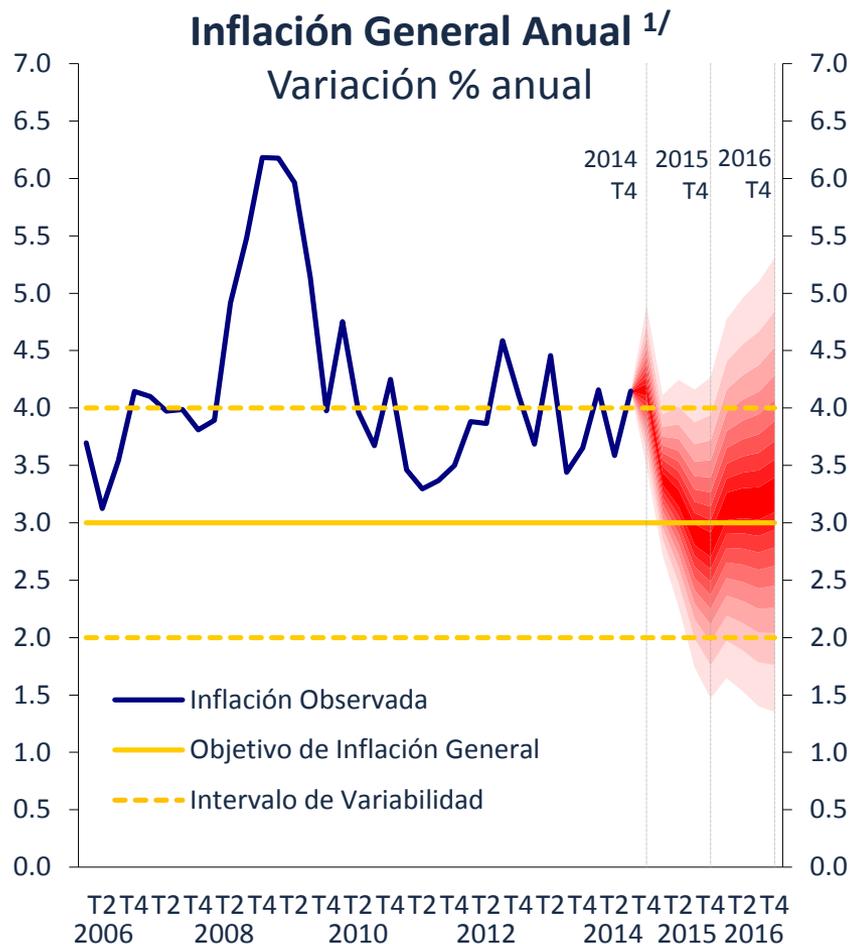
2016

Se anticipa que se ubique **en niveles cercanos a 3 por ciento**.

Se espera que se coloque **en niveles cercanos a 3 por ciento**.

La postura de política monetaria, así como el desvanecimiento del efecto de las modificaciones fiscales de 2014, la eliminación de los cobros por larga distancia telefónica nacional y el menor incremento en los precios de las gasolinas contribuirán a que la inflación se ubique alrededor de 3 por ciento a partir de mediados de 2015.

Gráficas de Abanico



1/ Promedio trimestral de la inflación general anual.
Fuente: INEGI y Banco de México.

2/ Promedio trimestral de la inflación subyacente anual.
Fuente: INEGI y Banco de México.

La trayectoria de la inflación podría verse afectada por algunos riesgos:

A la baja

✓ Una recuperación de la actividad económica menor a la anticipada.

✓ Mayores disminuciones en los precios de los servicios de telecomunicaciones.

Al alza

✓ Episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.

✓ Aumentos en los salarios mínimos superiores a la inflación y al incremento en la productividad esperados.

Postura de Política Monetaria

- La Junta de Gobierno mantuvo en 3.0 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estimó que la postura monetaria era 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. En particular vigilará:
 - ✓ *La evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista, incluyendo los efectos que la implementación de las reformas estructurales pudiera tener sobre la oferta y demanda agregadas de la economía nacional.*
 - ✓ *La postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos.*

➤ **Todo esto con el fin de alcanzar la meta de inflación señalada.**

Es alentador que haya culminado la etapa legislativa del reciente proceso de reformas estructurales.

- Es necesario garantizar una implementación adecuada.
- Sin embargo, actualmente reviste una gran importancia **lograr una mejoría significativa del marco institucional en el país** para:
 - ✓ *Mejorar la eficiencia en general de la economía.*
 - ✓ *Potenciar los efectos benéficos de las reformas estructurales sobre el crecimiento potencial, el empleo y el bienestar de la población.*
- Ello requiere una **transformación institucional que mejore el estado de derecho, la seguridad jurídica y, en general, la fortaleza de las instituciones**, lo que llevaría a mayor:
 - ✓ *Armonía social.*
 - ✓ *Aprovechamiento de las reformas estructurales.*
 - ✓ *Distribución de beneficios en la sociedad.*



BANCO DE MÉXICO

www.banxico.org.mx