



Informe Trimestral

Octubre – Diciembre 2014

Febrero 18, 2015



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

Evolución Reciente de la Inflación

En 2014, la evolución de la inflación general en México estuvo en línea con lo previsto por este Instituto Central.

- ✓ *A raíz de las modificaciones fiscales y otros choques transitorios, la inflación se situó por arriba de la cota superior del intervalo de variabilidad la mayor parte del año.*
- ✓ *Sin embargo, a partir de noviembre comenzó a mostrar una **clara tendencia a la baja**, para cerrar el 2014 en 4.08 por ciento.*

En enero de 2015 se observó una reducción adicional importante a 3.07 por ciento, ante:

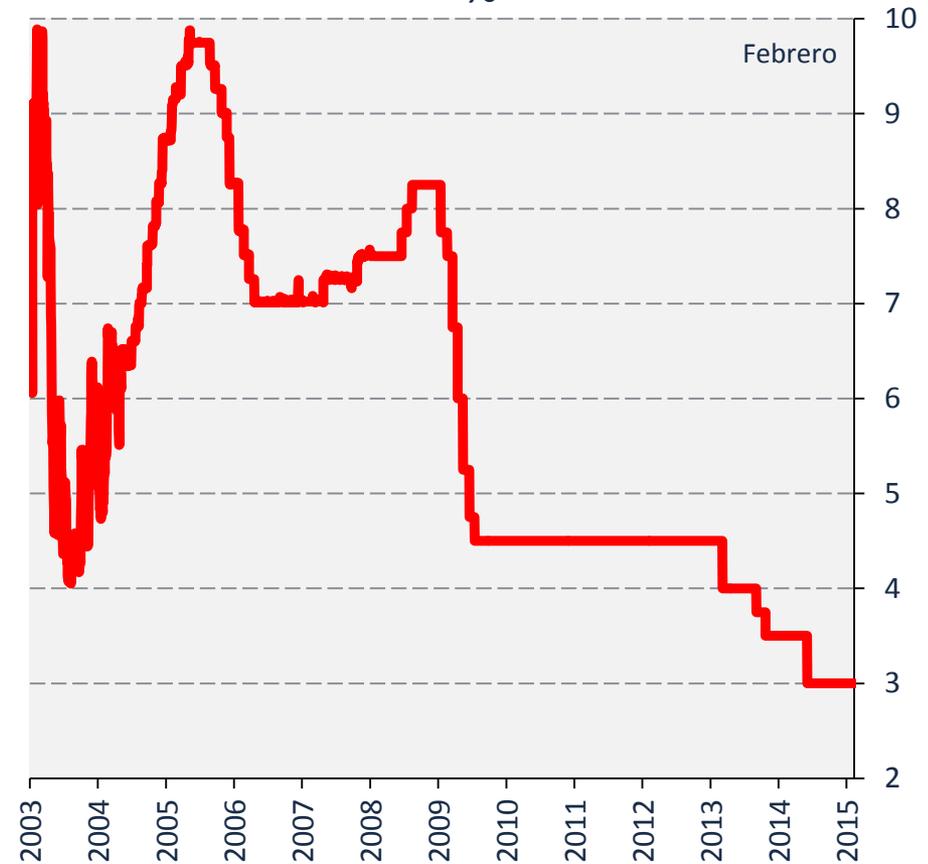
- ✓ *El desvanecimiento de los efectos de los choques señalados.*
- ✓ *Ajustes a la baja en los precios de telecomunicaciones y algunos energéticos.*
- ✓ *Incrementos menores a los del año previo en los precios de las mercancías y servicios en general.*
- ✓ *La conducción de la política monetaria.*

De octubre de 2014 a la fecha -periodo que cubre este Informe- la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día.

Lo anterior teniendo en consideración que:

- No se anticipaban presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada.
- Las expectativas de inflación se mantuvieron bien ancladas.
- Se preveía que el traspaso de movimientos cambiarios a los precios sería bajo.
- Se esperaba una reducción importante de la inflación a principios de 2015 y la convergencia al 3 por ciento a partir de mediados del año.

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



1/ Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a un 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

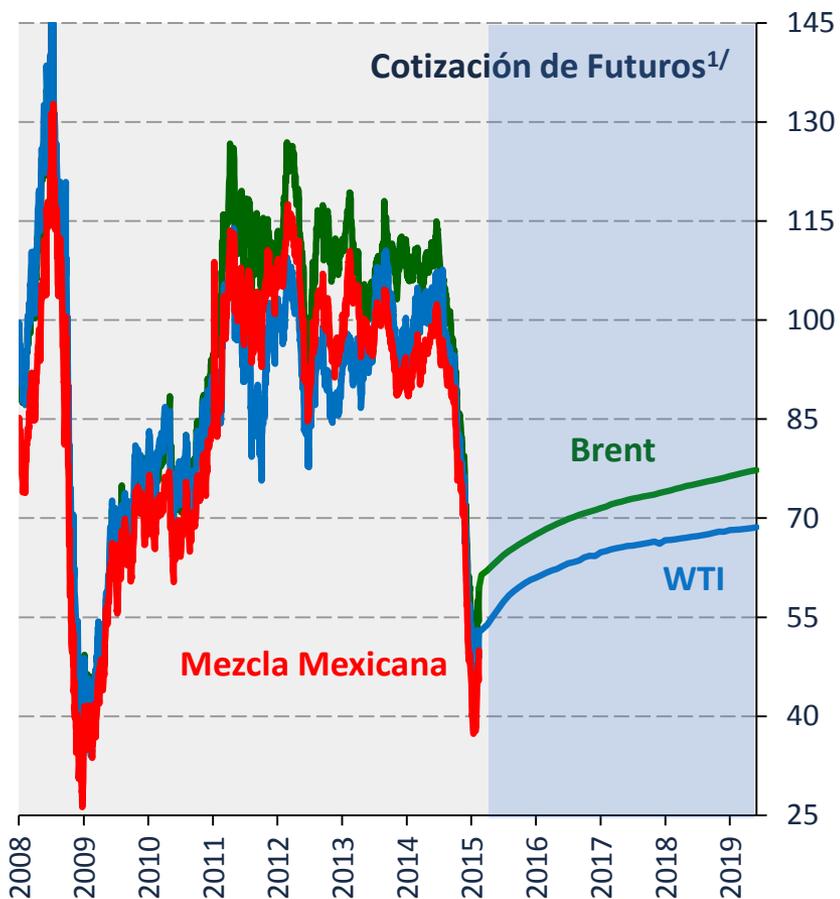
Durante el cuarto trimestre de 2014, el entorno internacional presentó un deterioro importante ante la ocurrencia de dos choques:

- 1 El **precio internacional del petróleo** registró una caída significativa y se anticipa que permanezca en niveles bajos por un tiempo prolongado.
- 2 Una **apreciación generalizada del dólar** ante diferencias en el ritmo de crecimiento y en las expectativas sobre la postura monetaria de Estados Unidos con respecto a las principales economías avanzadas y a la mayoría de las emergentes.

➤ Lo anterior, aunado a la desaceleración de la economía mundial, dio lugar a un **incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales**.

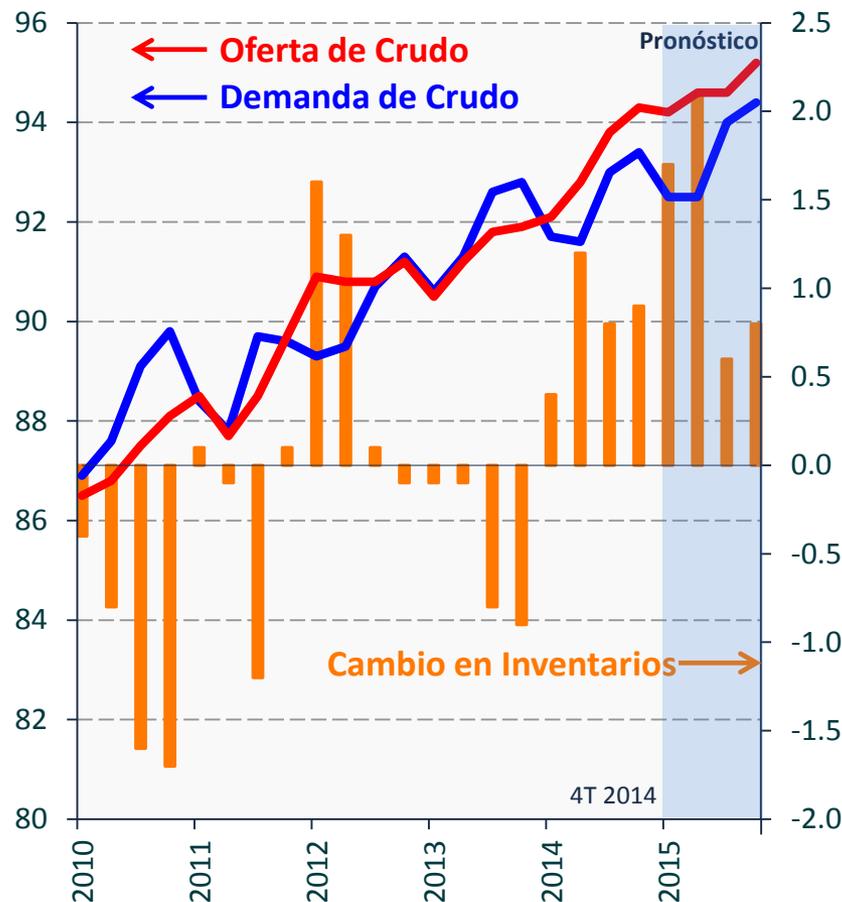
La disminución en los precios del petróleo se atribuye principalmente a factores de oferta, aunque una menor demanda también ha contribuido.

Precios de Petróleo Dólares por barril



1/ Información disponible al 16 de febrero de 2015.
Fuente: Bloomberg.

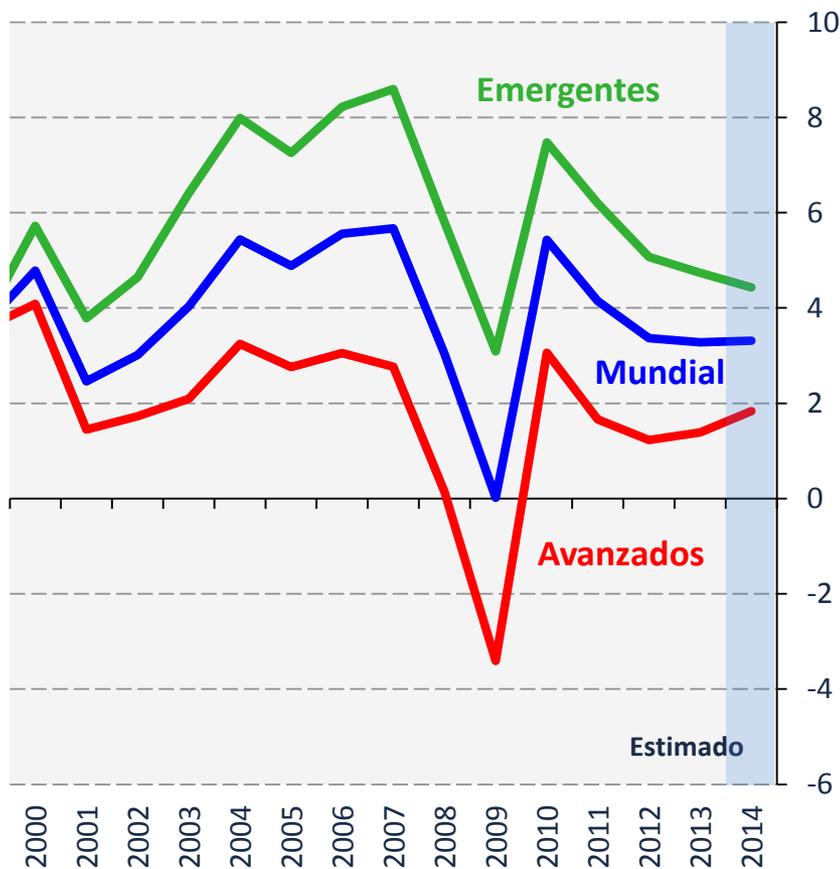
Oferta y Demanda de Petróleo Mundial 2/ Millones de barriles diarios



2/ Se supone la OPEP mantiene su ritmo de producción para 2015.
Fuente: *International Energy Agency*.

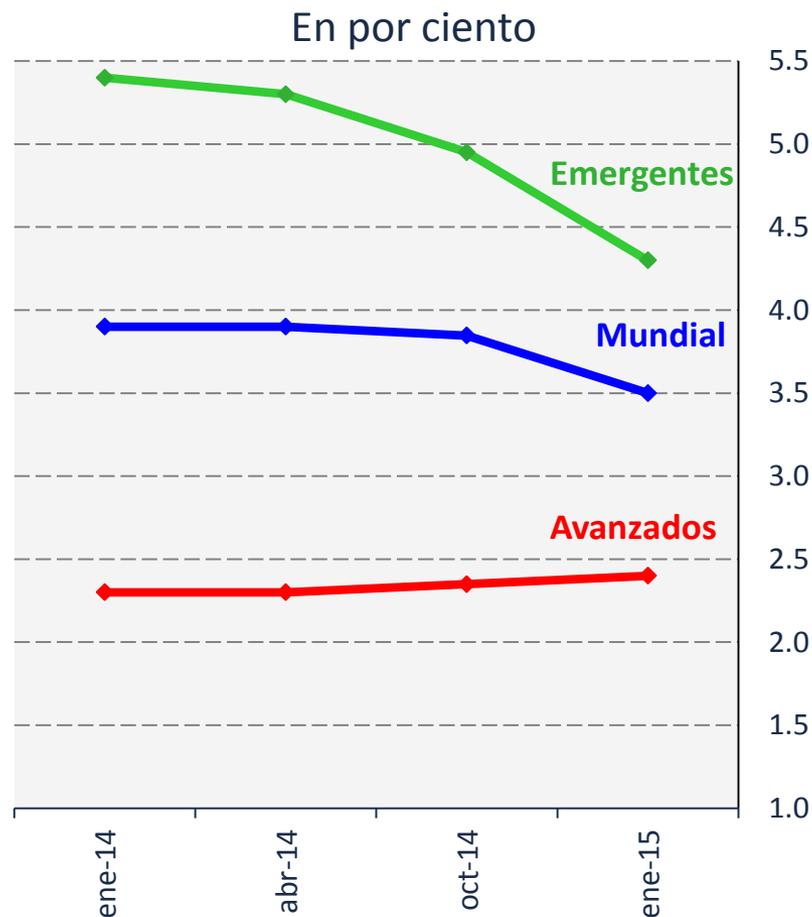
La economía mundial siguió mostrando debilidad durante el último trimestre de 2014, lo que se tradujo en una revisión a la baja en sus perspectivas de crecimiento.

Crecimiento del PIB Mundial
Variación % anual



Fuente: *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, ediciones de octubre 2014 y enero 2015.

Evolución de los Pronósticos del FMI sobre el Crecimiento del PIB para 2015

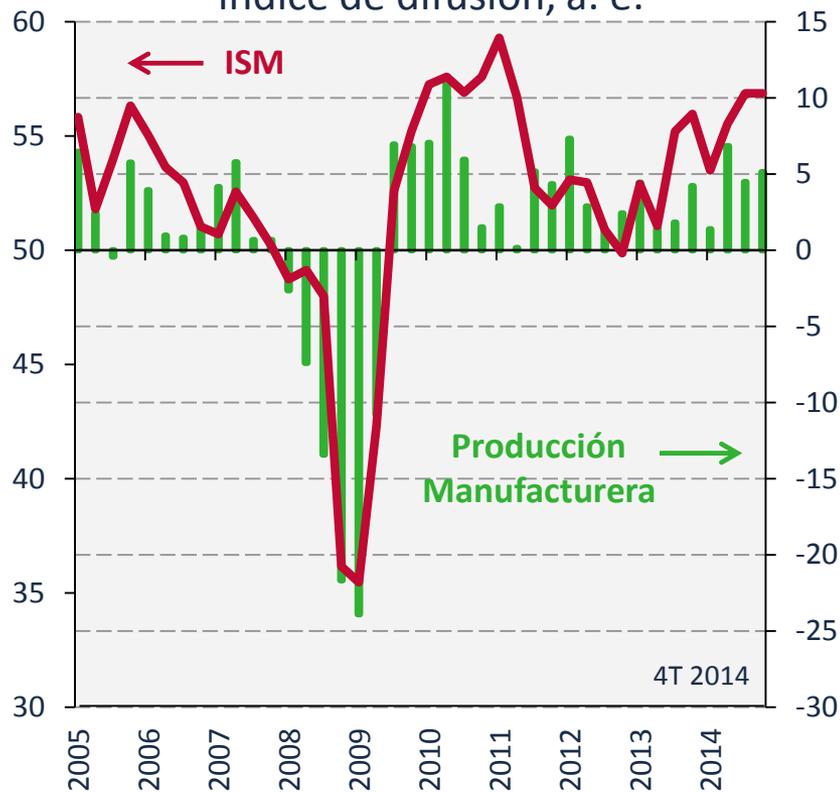


Fuente: *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, ediciones de enero, abril, octubre de 2014 y enero 2015.

No obstante, en Estados Unidos la recuperación económica siguió fortaleciéndose.

Producción Manufacturera e Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero (ISM)

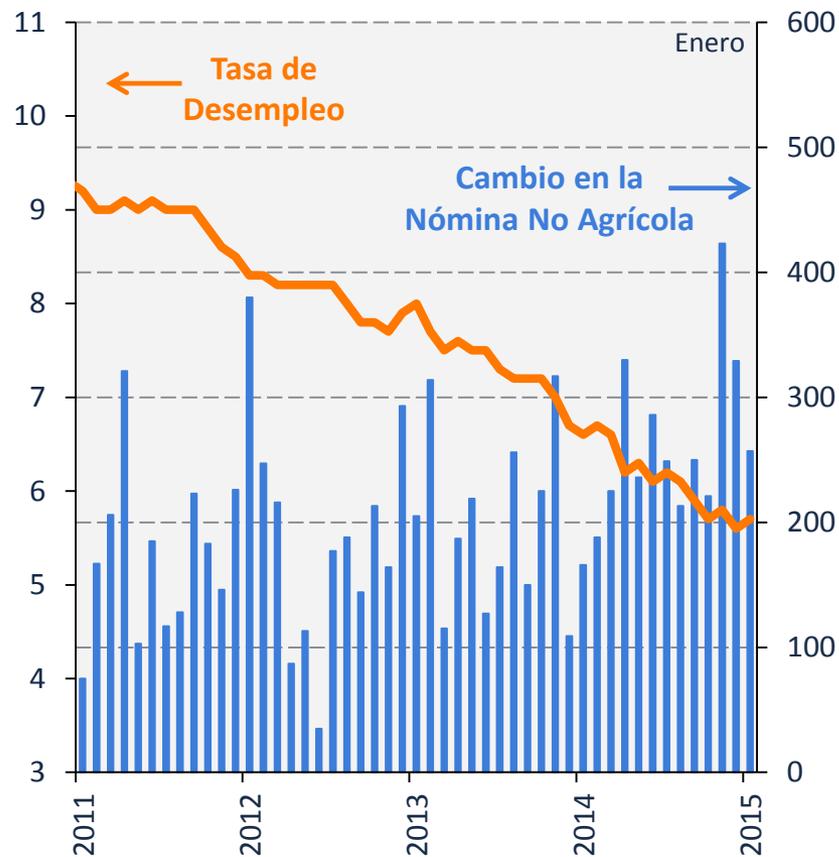
Variación % trimestral anualizada e índice de difusión, a. e.



a. e./ Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Reserva Federal, ISM.

Cambio en la Nómina No Agrícola y Tasa de Desempleo

Miles de empleos y % de la PEA, a. e.

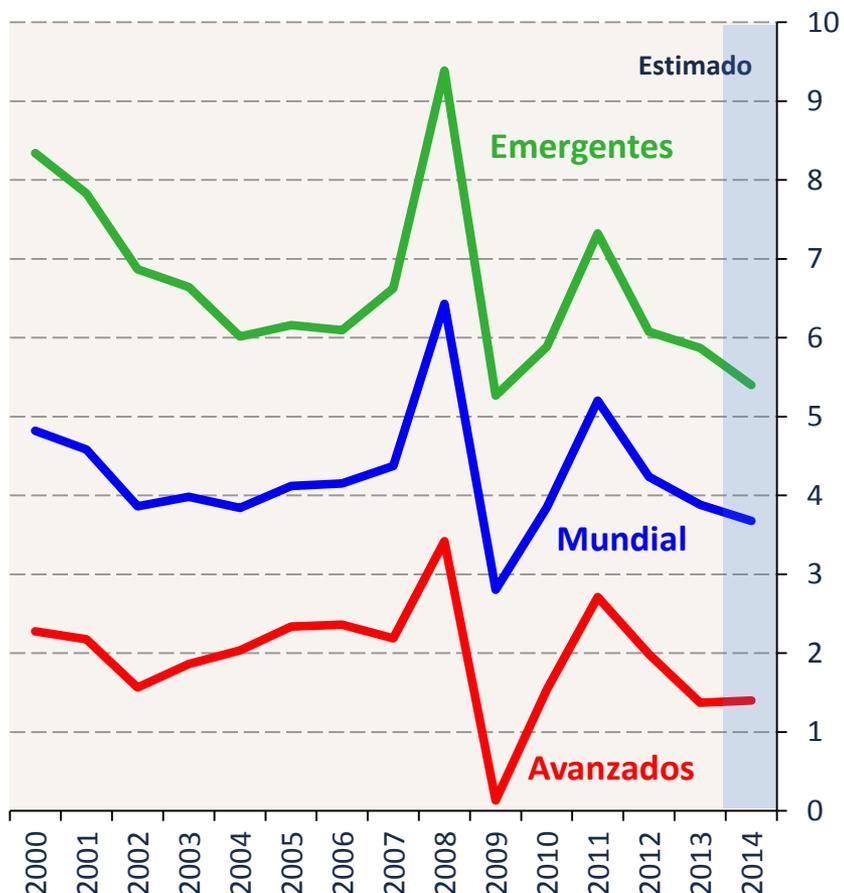


PEA/ Población Económicamente Activa.
a. e./ Cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Bureau of Labor Statistics (BLS).

La inflación a nivel mundial continuó disminuyendo al sumarse la significativa caída en los precios de la energía a la amplia holgura aún existente en algunas economías avanzadas y a la debilidad de la demanda interna en las emergentes.

Inflación General Anual Mundial

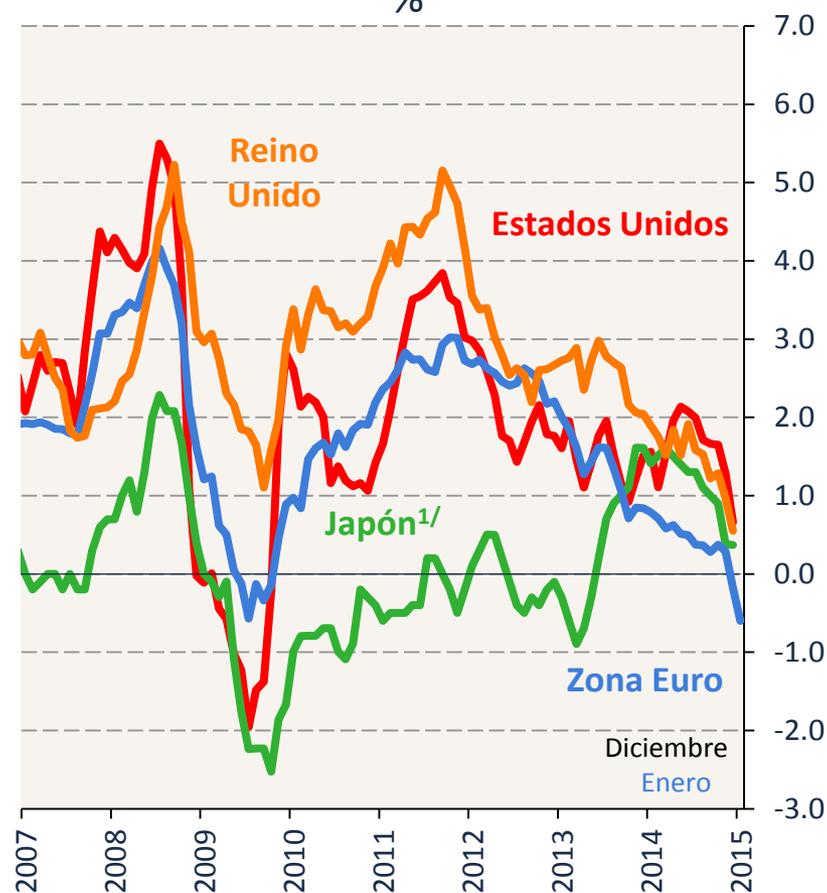
%



Fuente: *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, ediciones de octubre 2014 y enero 2015.

Economías Avanzadas: Inflación General Anual

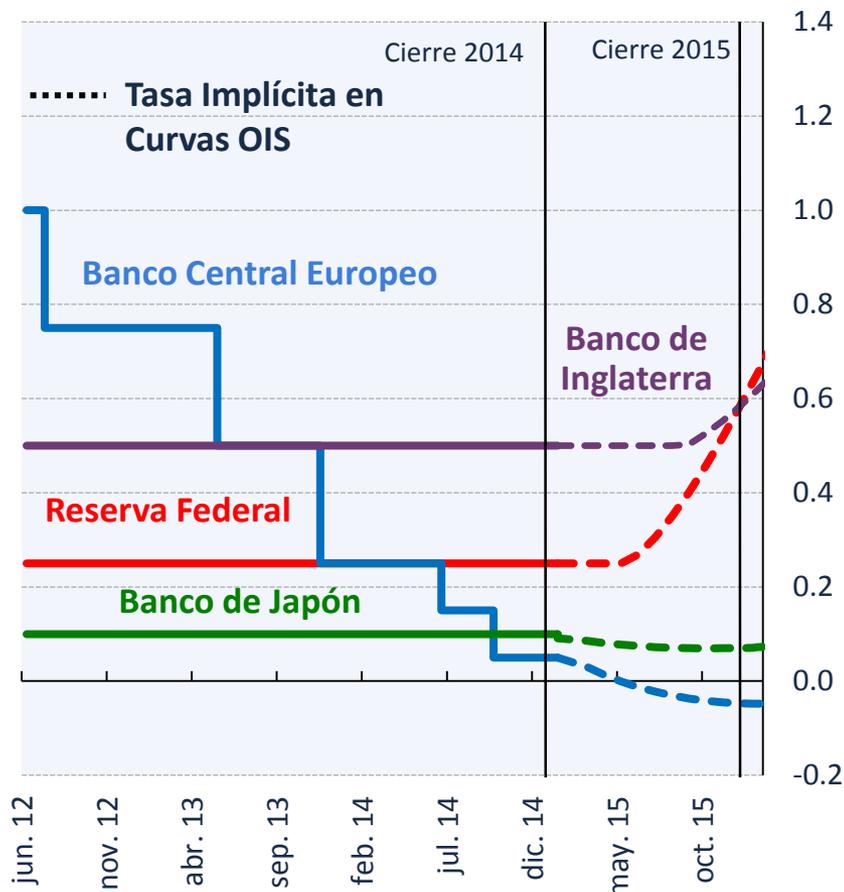
%



1/ Excluyendo el efecto del alza en los impuestos al consumo.
Fuente: BLS, Eurostat y Oficina de Estadísticas de Japón.

La postura de política monetaria en las principales economías se mantuvo acomodaticia y en algunos casos incluso se tomaron medidas de relajamiento adicionales.

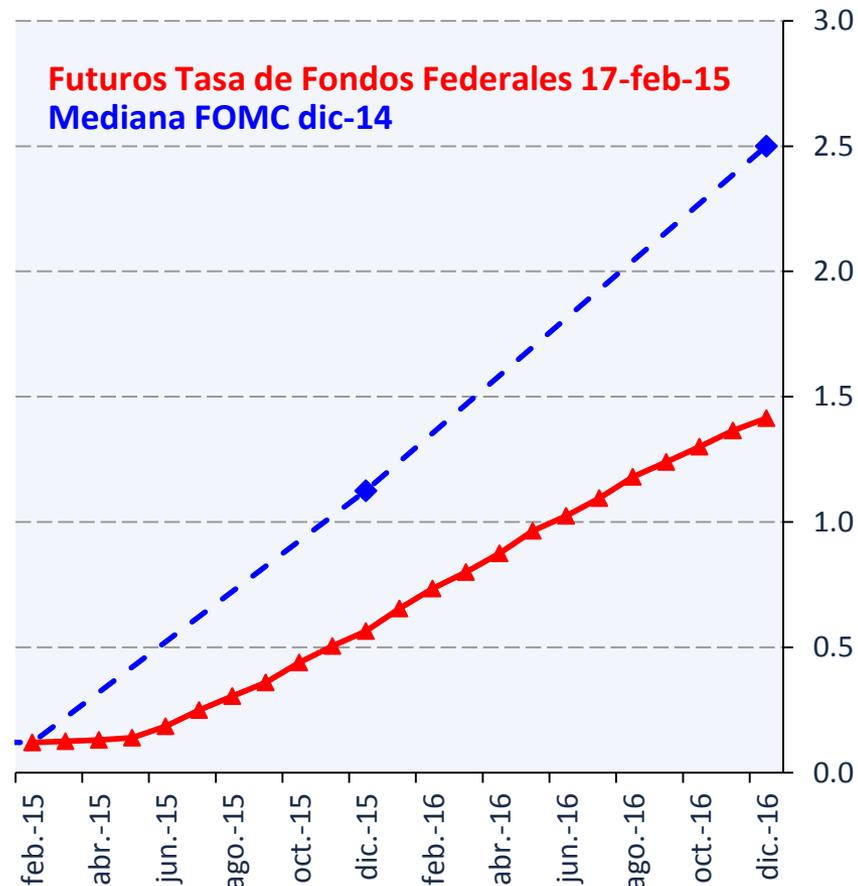
**Economías Avanzadas:
Tasas de Referencia y Trayectorias
Implícitas en Curvas OIS ^{1/}**
%



1/ OIS: Overnight Index Swap.

Fuente: Bloomberg con cálculos del Banco de México.

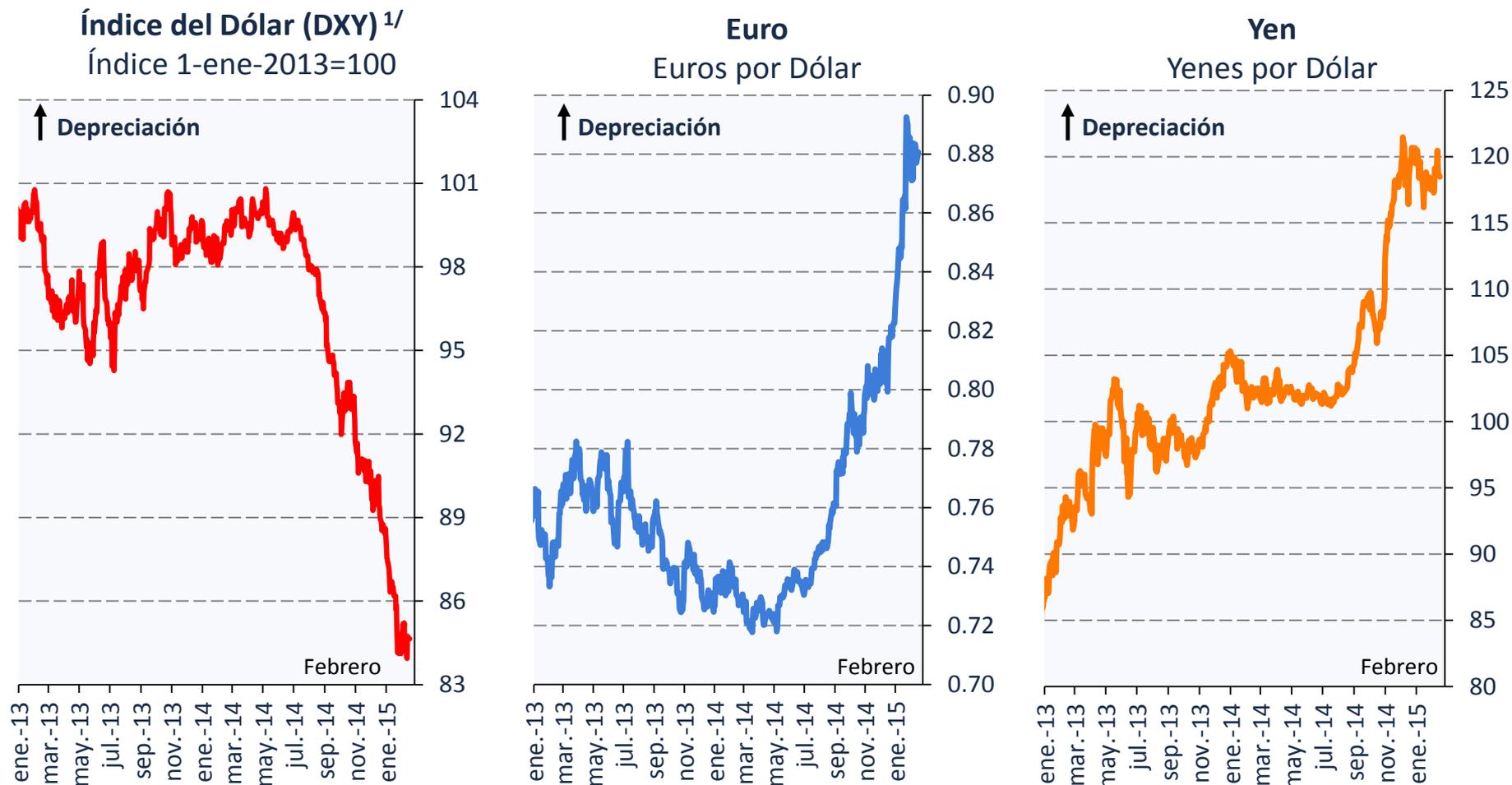
**Estados Unidos: Expectativas de la Tasa de
Fondos Federales**
%



Fuente: Bloomberg y proyecciones de los miembros del FOMC, Reserva Federal.

Se observó un incremento importante en la volatilidad en los mercados financieros internacionales. El dólar registró un fortalecimiento frente a la mayoría de las monedas de economías avanzadas y emergentes.

Economías Avanzadas: Tipo de Cambio



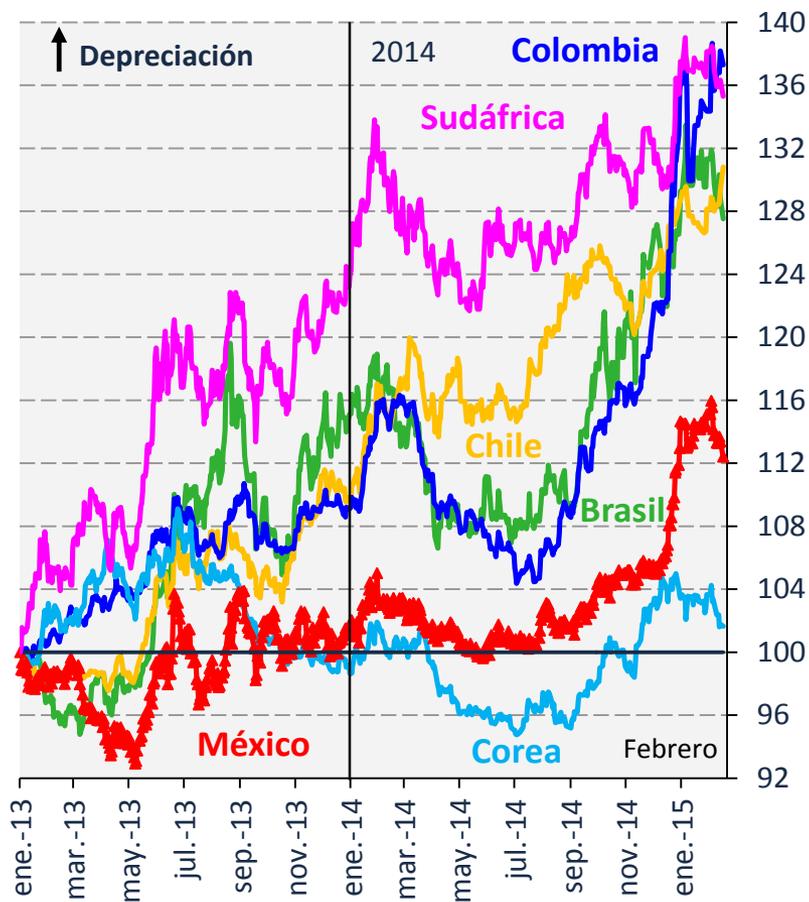
1/ Se refiere al índice DXY estimado por Intercontinental Exchange (ICE) basado en un promedio ponderado del valor del dólar comparado con una canasta de 6 monedas importantes: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%. Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

Las monedas de las economías emergentes registraron una depreciación. En México, se ha observado una relación entre la caída del precio del petróleo y la depreciación del peso.

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



Fuente: Bloomberg.

Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo y Tipo de Cambio

Dólares por barril y pesos por dólar



Fuente: Banco de México y Bloomberg.

Las tasas de interés de los bonos gubernamentales disminuyeron en la mayoría de los países, incluido México.

Economías Avanzadas: Tasas de Interés de 10 años



Fuente: Bloomberg.

México: Tasas de Interés de Valores Gubernamentales



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

Índice

1 **Política Monetaria**

2 **Condiciones Externas**

3 **Evolución de la Economía Mexicana**

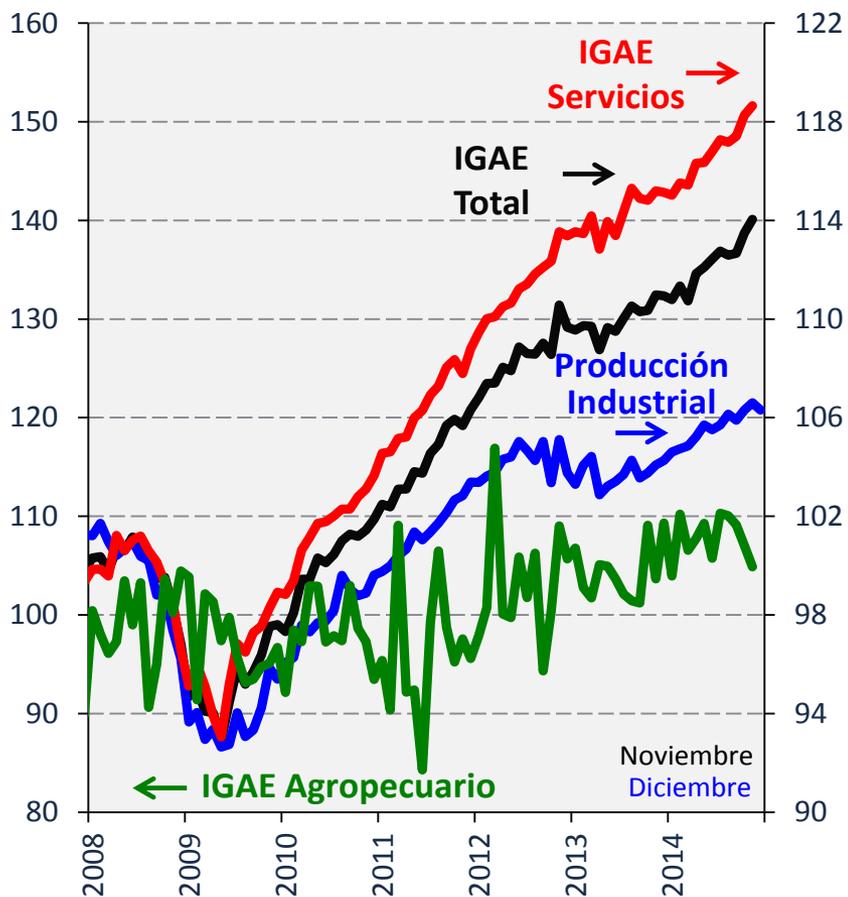
4 **Determinantes de la Inflación**

5 **Previsiones y Balance de Riesgos**

Durante el cuarto trimestre de 2014, la economía mexicana continuó con la moderada recuperación que ha venido registrando desde el segundo trimestre de ese año.

Indicadores de la Actividad Económica

Índices 2008 = 100, a.e.

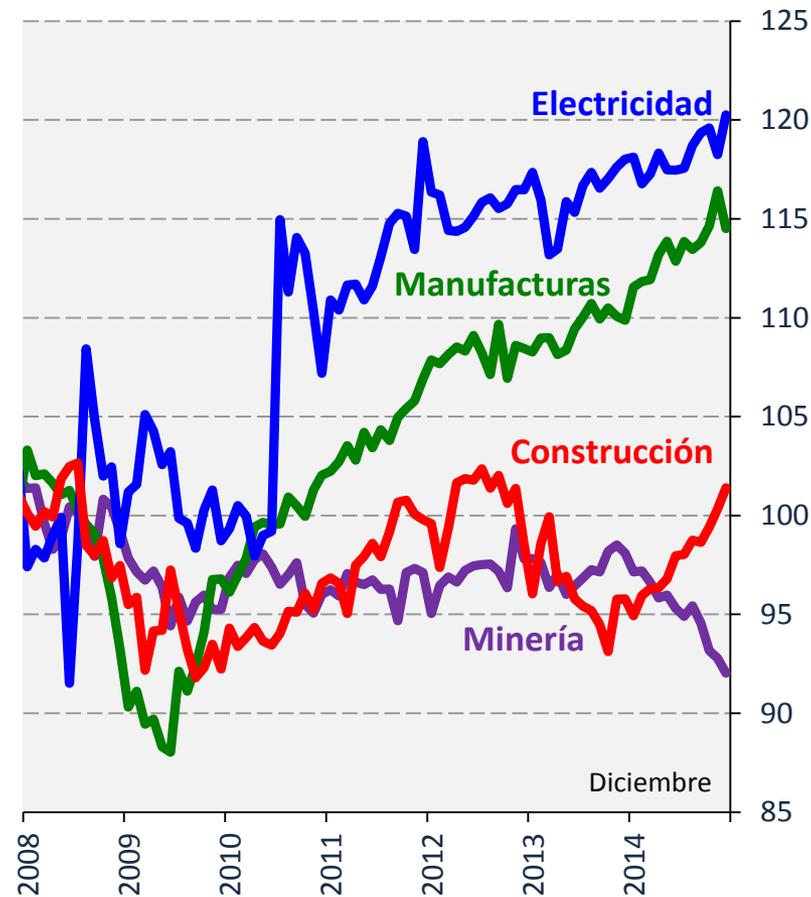


a.e./ Cifras con ajuste estacional.

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.

Las exportaciones manufactureras se mantuvieron en la trayectoria creciente que han venido mostrando desde finales del primer trimestre de 2014.

Exportaciones Manufactureras Índices 2008=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.

La inversión mantuvo una tendencia positiva en el último trimestre de 2014.

Inversión y sus Componentes

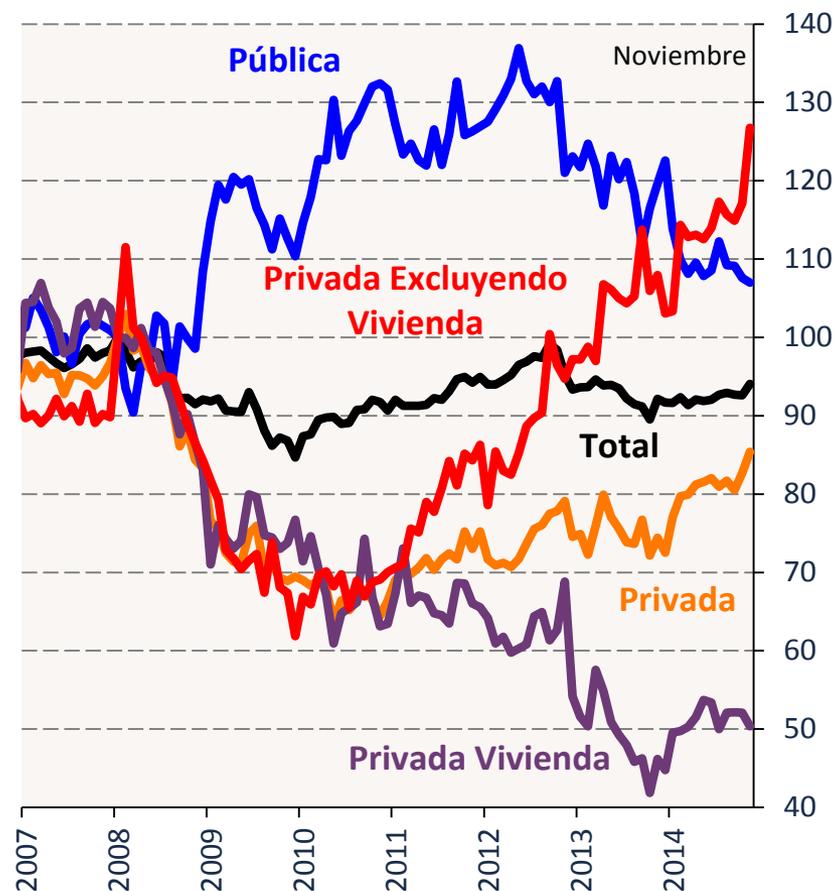
Índice 2008=100, a.e.



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

Valor Real de la Producción en la Construcción

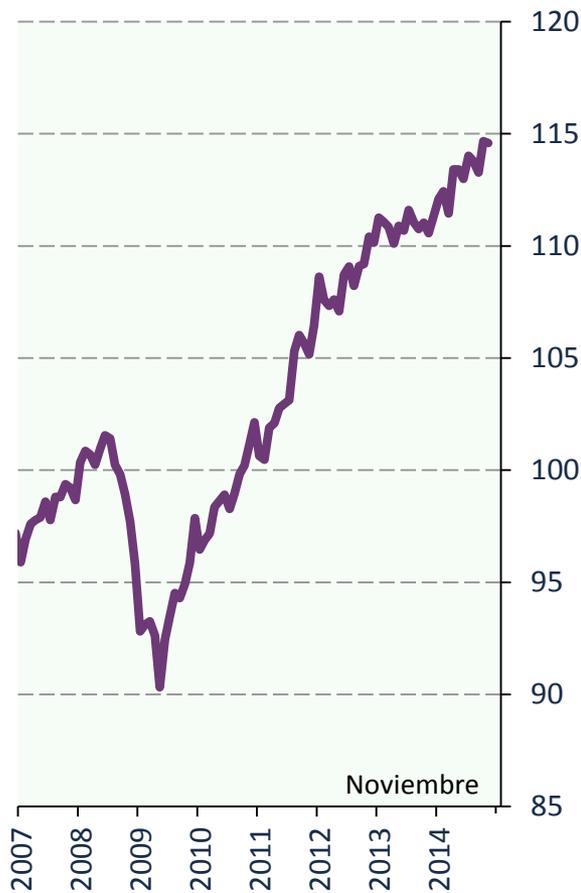
Índice ene-2008=100, a.e.



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.

Sin embargo, el consumo privado siguió sin dar señales claras de una reactivación sólida.

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



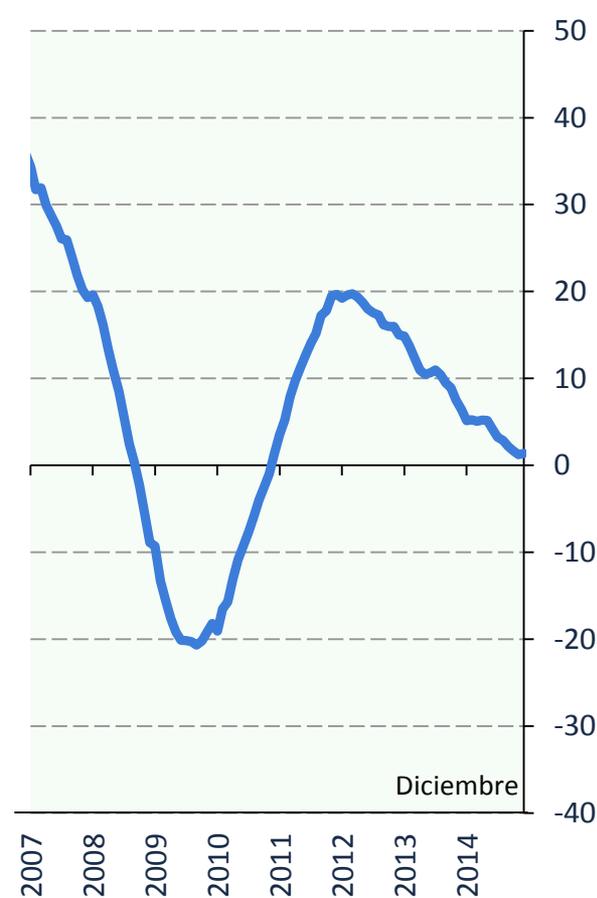
a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: INEGI.

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



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

Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo ^{1/}
Variación real % anual



^{1/} Incluye la cartera de crédito de las sofomes reguladas. Fuente: Banco de México.

La información más oportuna indica que en el último trimestre de 2014 se continuó observando una mejoría gradual en el mercado laboral.

Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS y Población Ocupada
Índice 2012=100, a.e.



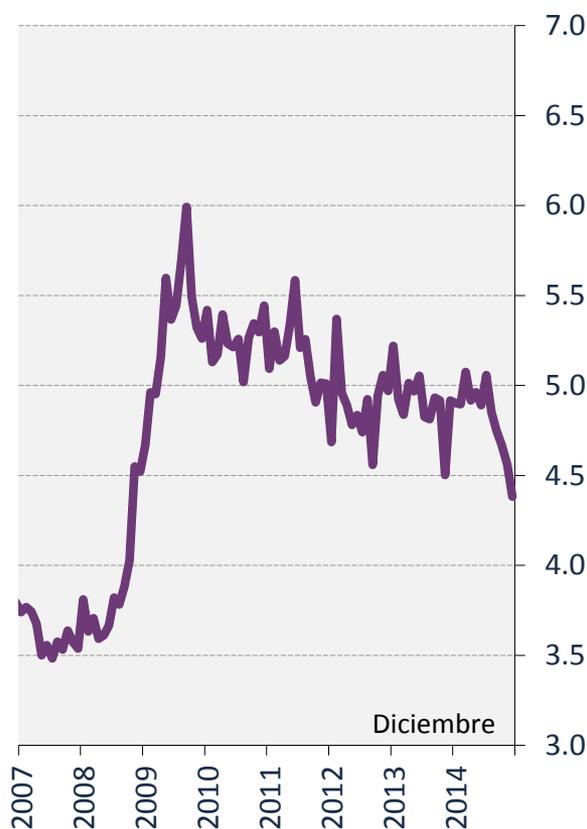
a.e./ Cifras con ajuste estacional.

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 (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.

Ante el entorno externo menos favorable, se hizo indispensable fortalecer el marco de política macroeconómica adoptando una postura acorde con la nueva realidad internacional.

- El Gobierno Federal decidió **ajustar de manera preventiva la política fiscal a través de una importante reducción en el gasto público de 2015.**
- Este ajuste al gasto del sector público federal contribuye a:
 - ✓ *Facilitar una depreciación ordenada del tipo de cambio real ante la caída en el precio del petróleo.*
 - ✓ *Reducir presiones al alza sobre las tasas de interés.*

➤ El ajuste fiscal junto con una postura monetaria congruente con la convergencia de la inflación hacia su objetivo, fortalecen los fundamentos de la economía mexicana y contribuirán a generar un entorno propicio para mayor crecimiento con inflación baja.

Índice

1 **Política Monetaria**

2 **Condiciones Externas**

3 **Evolución de la Economía Mexicana**

4 **Determinantes de la Inflación**

5 **Previsiones y Balance de Riesgos**

La conducción de la política monetaria ha contribuido a que desde principios de la década anterior, la inflación general anual en México haya mostrado un proceso de convergencia hacia el objetivo de 3 por ciento.

- **Si bien la trayectoria a la baja de la inflación ha estado expuesta a distintos choques de oferta, esto no ha dado lugar a efectos de segundo orden.**

- ✓ *Las expectativas inflacionarias de los agentes económicos no se han afectado.*

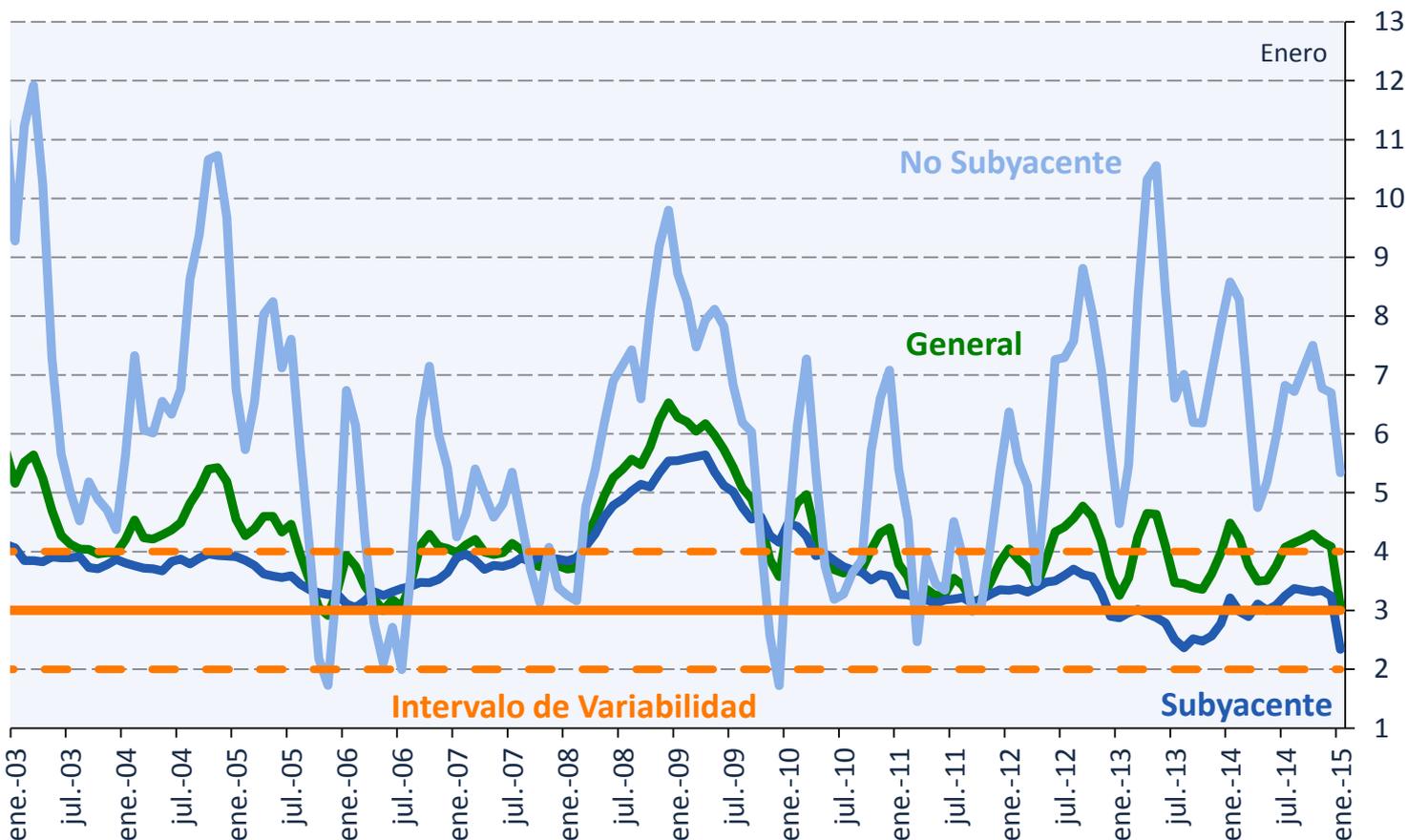
- **Por su parte, la inflación subyacente, que responde mejor a la postura monetaria y tiene una mayor asociación con el ciclo económico:**

- ✓ *Ha mostrado una tendencia a la baja desde hace varios años, fluctuando en el último lustro alrededor de 3 por ciento.*

- ✓ *En 2014, aun con las modificaciones fiscales mencionadas, se mantuvo en niveles cercanos a 3 por ciento y, una vez que se desvanecieron los efectos, regresó a niveles inferiores a 3 por ciento.*

Después de que la inflación general se ubicara en 4.08 por ciento al cierre de 2014, ésta disminuyó de manera importante a 3.07 por ciento en enero de 2015. Así, una vez absorbidos los distintos choques que afectaron la inflación durante 2014, ésta volvió a retomar una tendencia a la baja.

Índice Nacional de Precios al Consumidor Variación % anual

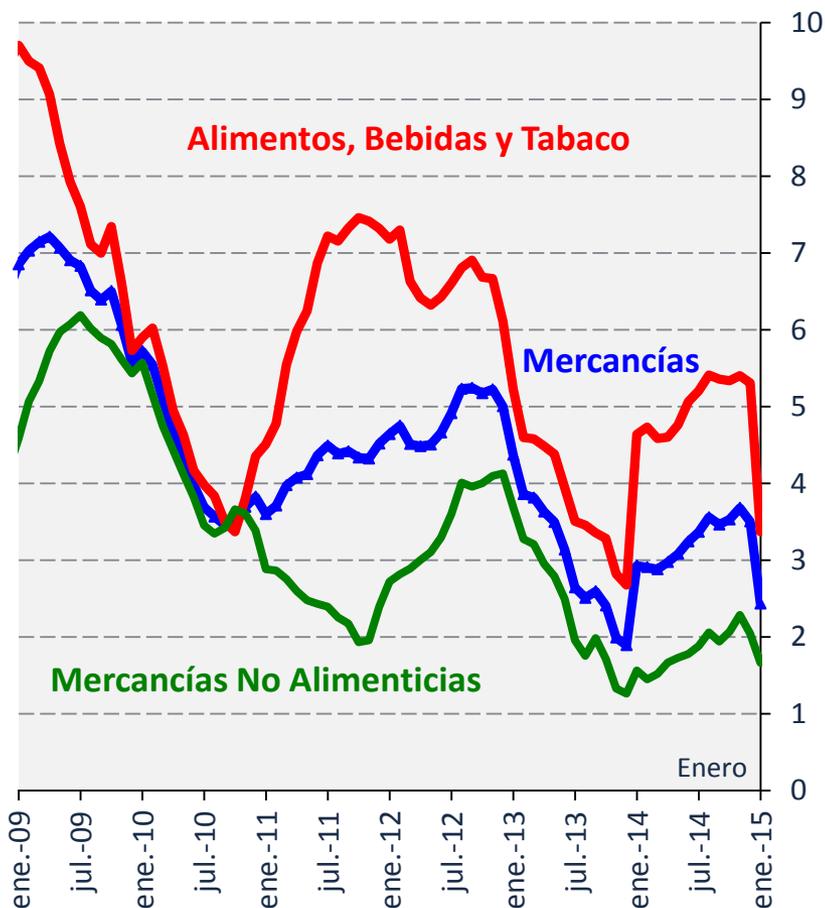


Fuente: Banco de México e INEGI.

La variación anual de los subíndices de precios de las mercancías y servicios disminuyó como resultado de la dilución de los efectos de los cambios impositivos y por las bajas en los precios de otros servicios, respectivamente.

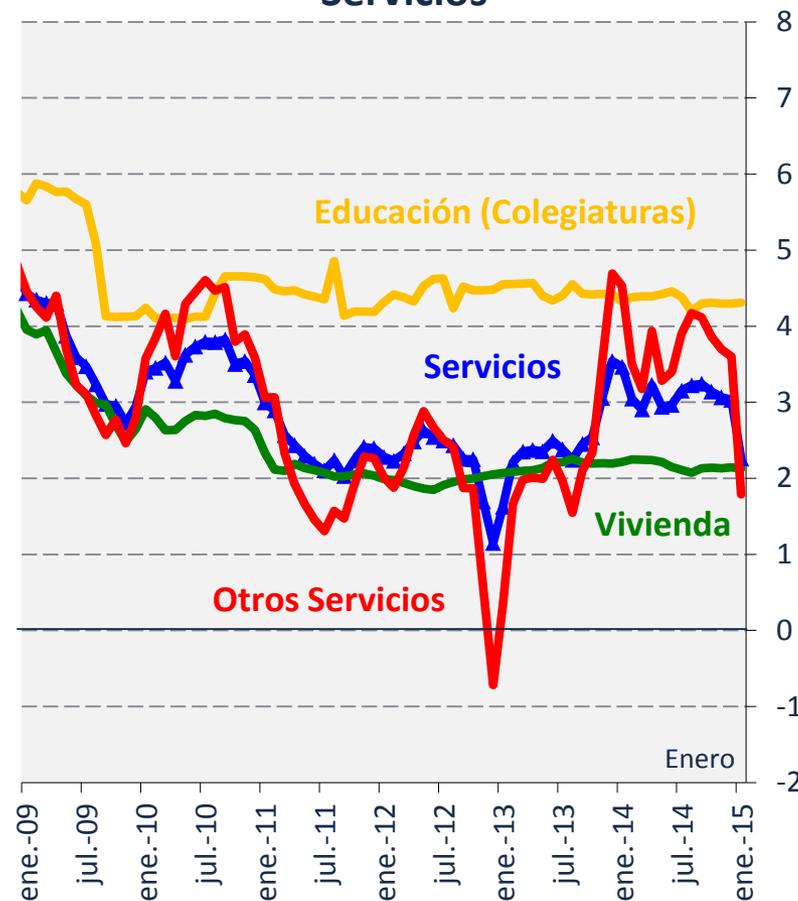
Índice de Precios Subyacente Variación % anual

Mercancías



Fuente: Banco de México e INEGI.

Servicios

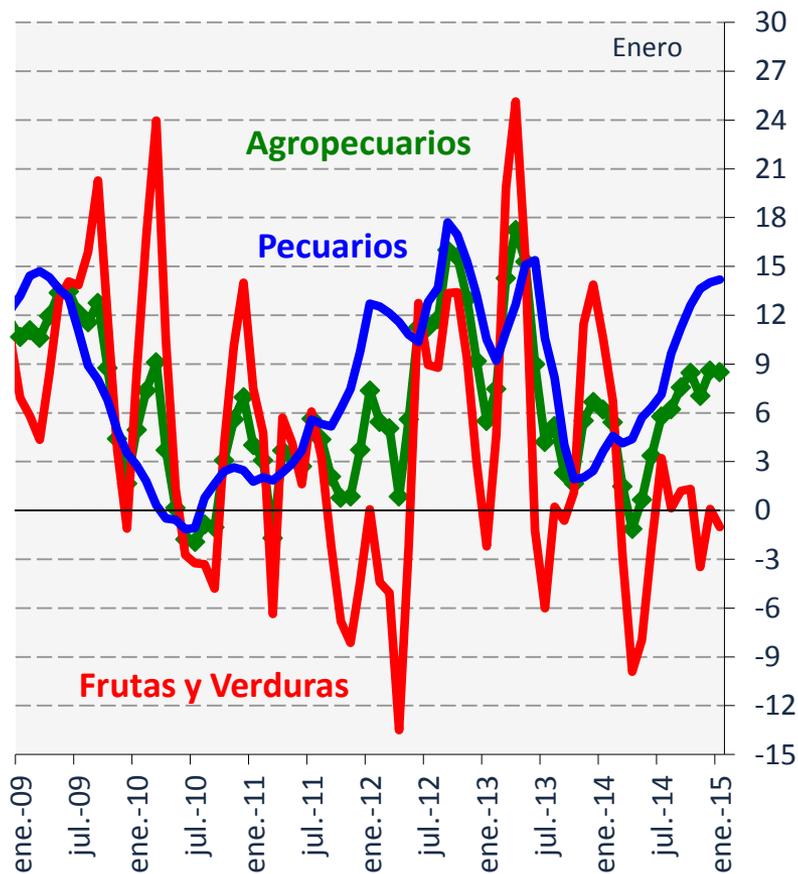


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente experimentó presiones al alza debido al comportamiento de los productos agropecuarios, lo que fue contrarrestado por una menor variación anual de los precios de energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno.

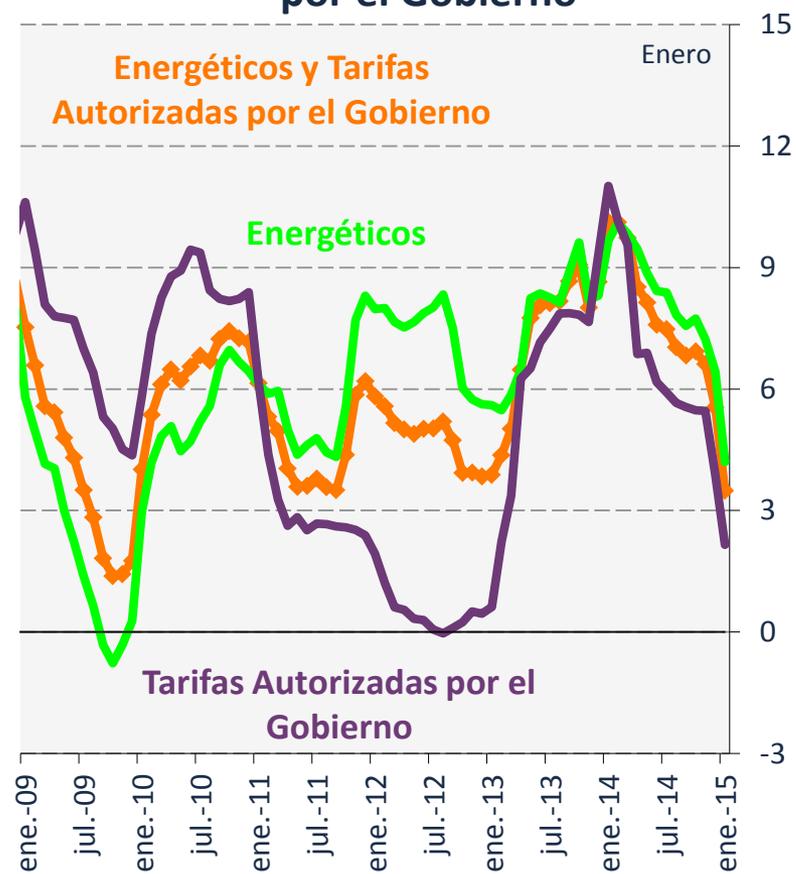
Índice de Precios No Subyacente Variación % anual

Agropecuarios



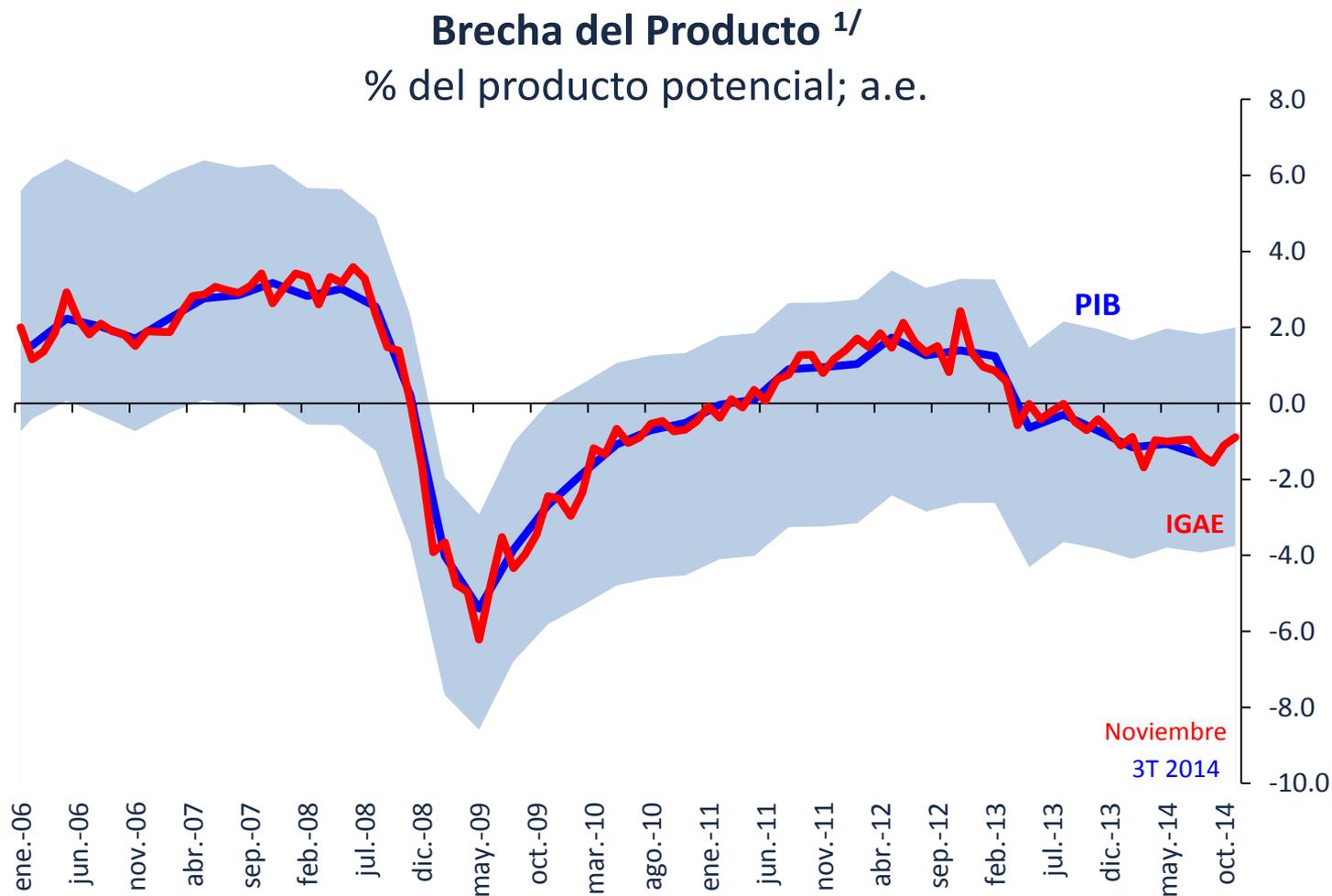
Fuente: Banco de México e INEGI.

Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno



Fuente: Banco de México e INEGI.

La brecha del producto permanece en niveles negativos, si bien se espera que gradualmente continúe cerrándose.



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

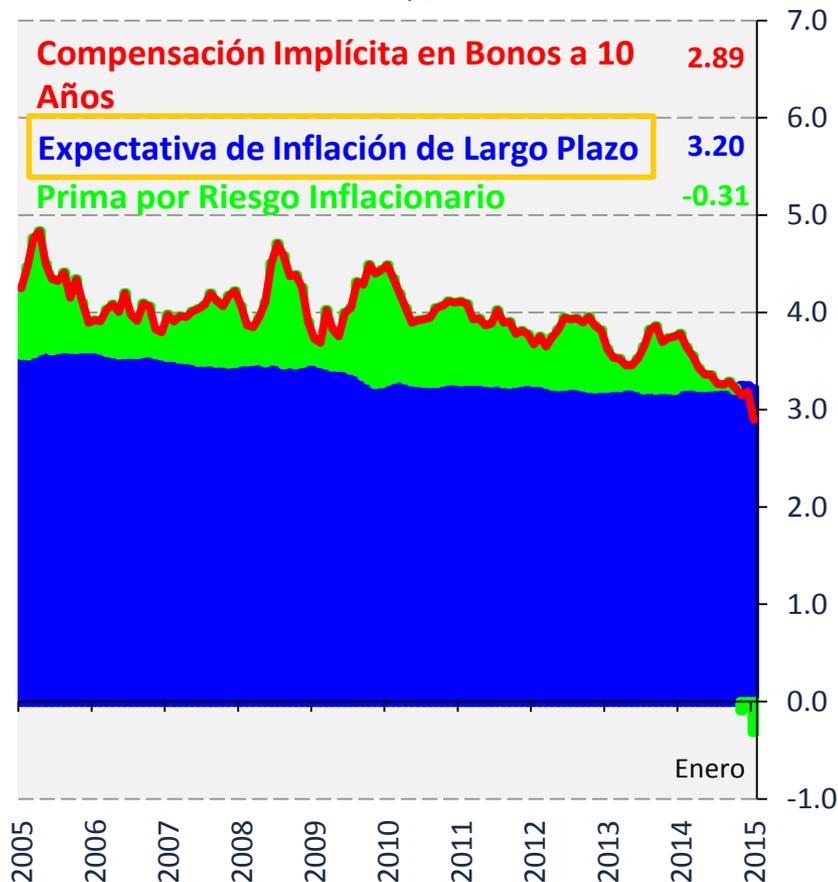
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág. 74. El área azul indica el intervalo al 95% de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

Las expectativas de inflación se mantuvieron bien ancladas durante 2014, sugiriendo que el proceso de determinación de precios no se vio contaminado por los choques de oferta señalados.

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

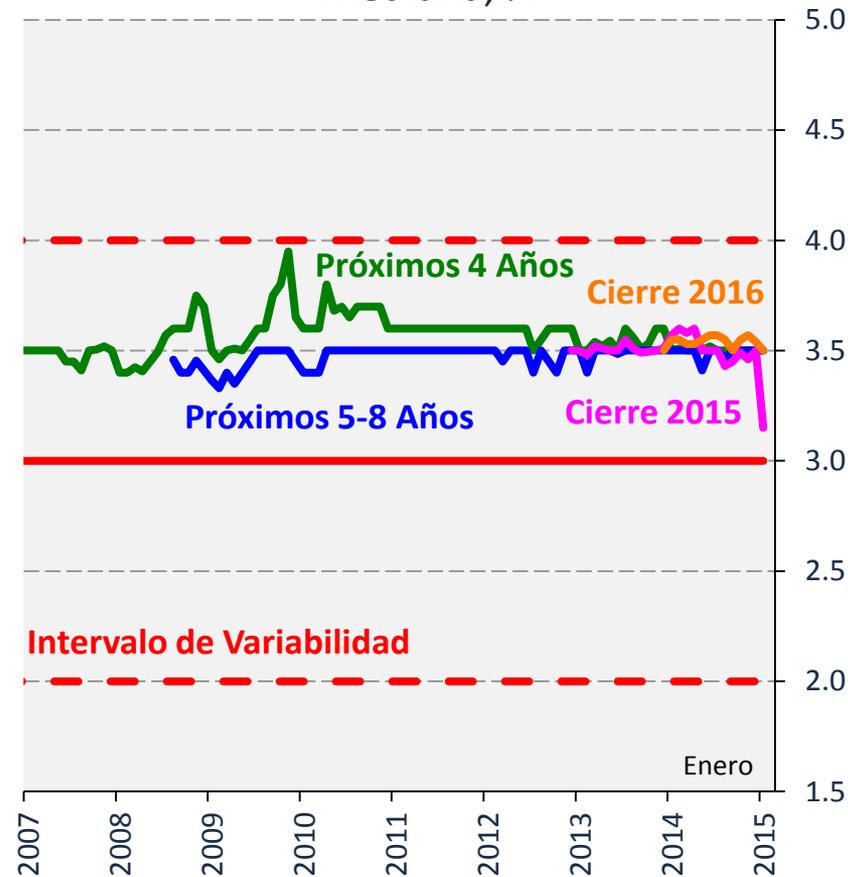
%



1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con datos de Bloomberg y Valmer, con base en la metodología presentada en el Recuadro I "Descomposición de la Inflación y Riesgo Inflacionario", Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2013.

Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos

Mediana, %



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

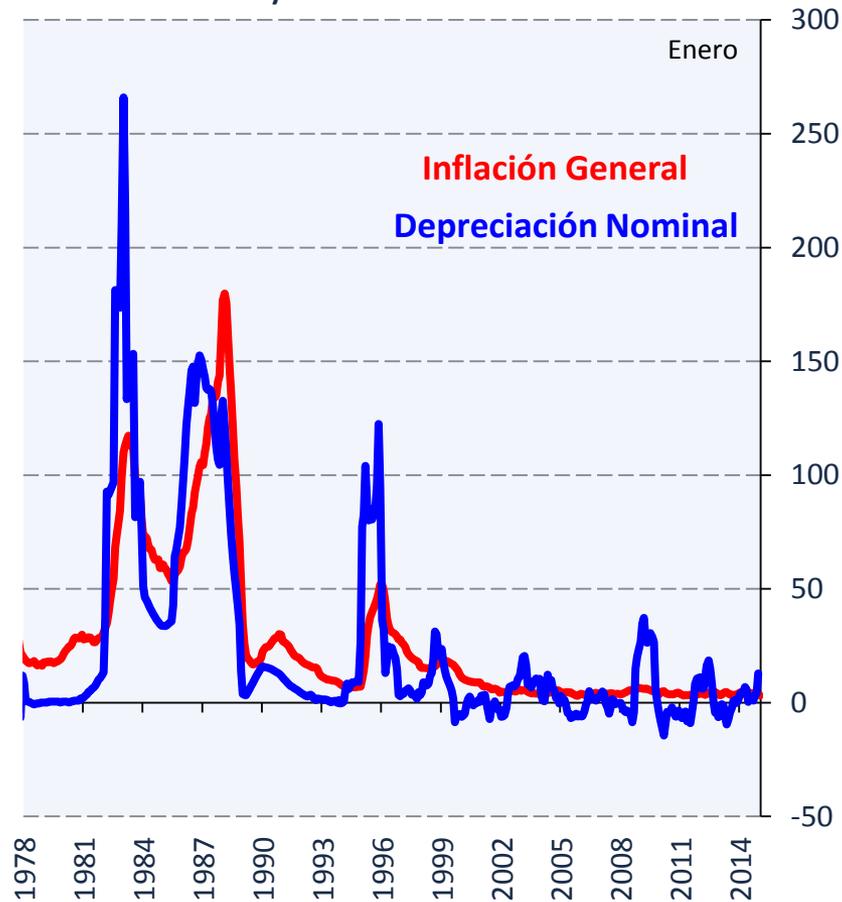
Ante los choques que afectaron el entorno financiero internacional, los ajustes en los mercados nacionales se dieron de manera relativamente ordenada. Cabe destacar que en los últimos años se ha registrado un bajo traspaso de la depreciación cambiaria a los precios.

Tipo de Cambio y Expectativas al Cierre de 2015 y 2016 ^{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 16 de febrero de 2015. Para el caso de las expectativas, el último dato corresponde a la encuesta de enero de 2015. Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

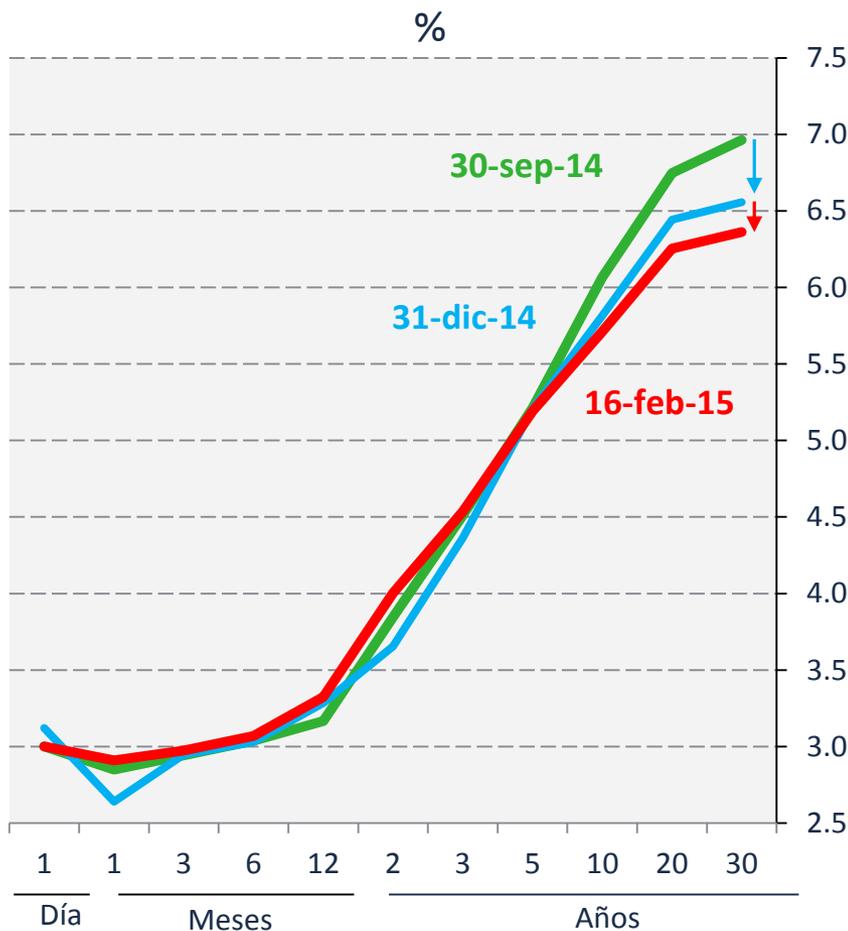
Inflación General y Variación del Tipo de Cambio Nominal
% y variación % anual



Fuente: Banco de México e INEGI.

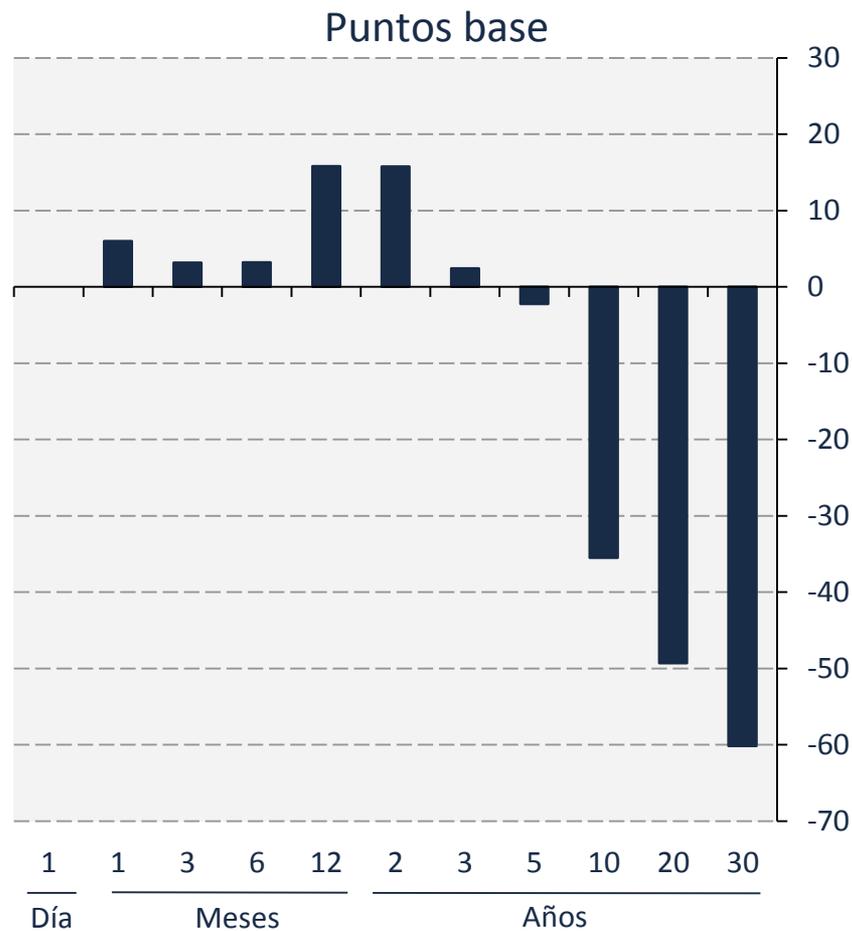
Las tasas de interés de mayor plazo en México disminuyeron en el período de referencia.

Curva de Rendimientos de Bonos Gubernamentales



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

Cambio en las Tasas de Interés del 30 de septiembre de 2014 al 16 de febrero de 2015



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

Los diferenciales entre tasas de interés entre México y Estados Unidos aumentaron.

Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos Puntos porcentuales



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

Índice

1 **Política Monetaria**

2 **Condiciones Externas**

3 **Evolución de la Economía Mexicana**

4 **Determinantes de la Inflación**

5 **Previsiones y Balance de Riesgos**

Entorno Macroeconómico Previsto

■ Para 2015 y 2016, se continúa anticipando un crecimiento mayor al de 2014 debido a:

- ✓ *Efecto gradual de reformas estructurales sobre la economía.*
- ✓ *Dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos.*
- ✓ *Expectativa de que actividades que en 2014 comenzaron a recuperarse continúen siendo un soporte a la actividad productiva.*

■ A pesar de lo anterior, el entorno macroeconómico previsto es menos favorable que el considerado en el Informe anterior, por lo que los intervalos de pronóstico para el crecimiento del PIB en 2015 y 2016 se revisan a la baja debido a:

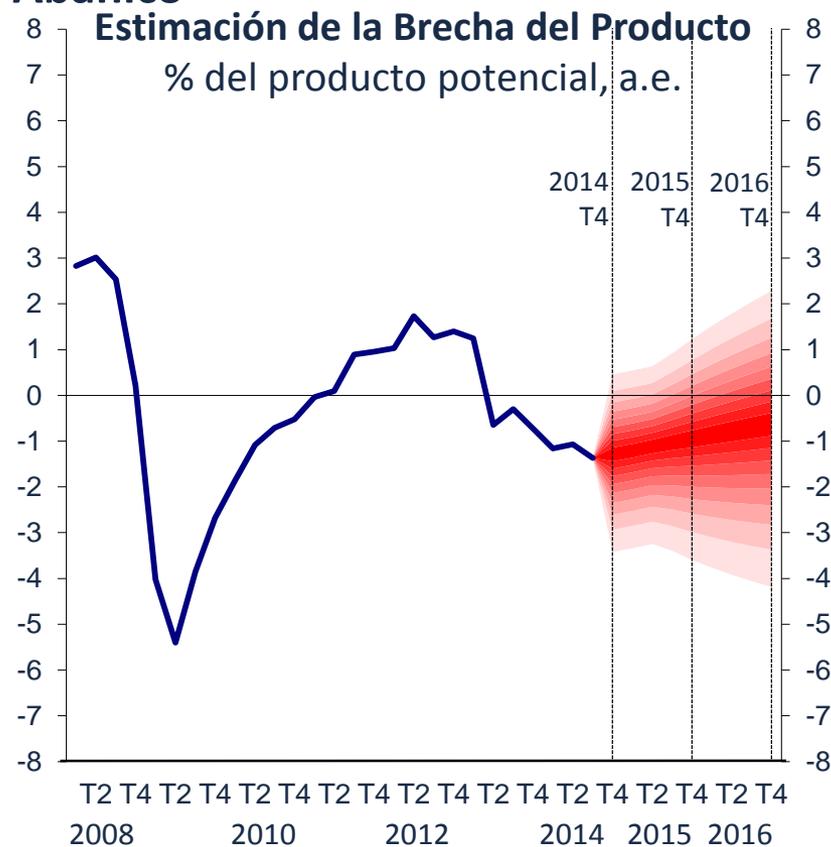
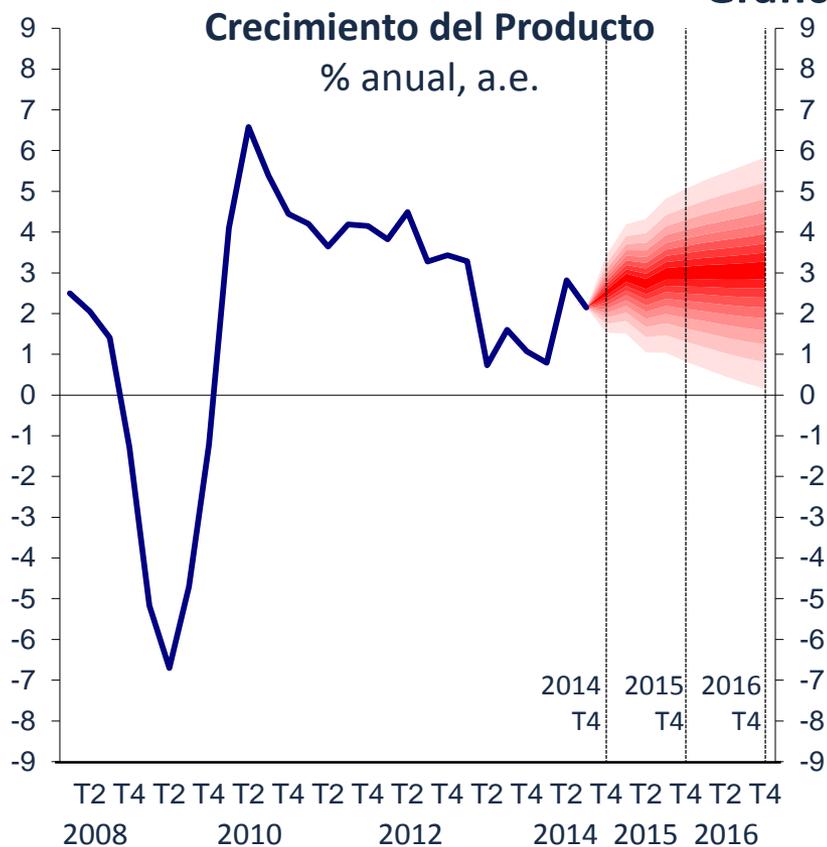
- ✓ *Precio del petróleo en niveles bajos.*
- ✓ *Tendencia a la baja de la plataforma de producción petrolera.*
- ✓ *Consumo privado todavía no muestra señales claras de que pudiera retomar un fuerte dinamismo en el corto plazo.*

En línea con la evolución del balance de riesgos expuesto en los comunicados de política monetaria publicados en el periodo que cubre este Informe, las previsiones para la actividad económica se revisan de la siguiente forma:

Crecimiento del PIB	
2014	Alrededor de 2.1%
2015	Entre 2.5 y 3.5%
2016	Entre 2.9 y 3.9%

Incremento en trabajadores asegurados IMSS	
2015	Entre 600 y 700 mil
2016	Entre 620 y 720 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:

- ✓ Un mayor dinamismo de la economía de Estados Unidos, ante la disminución en el costo de la energía.
- ✓ Una mejoría más rápida que la prevista en las perspectivas de los inversionistas que pudiera resultar de avances en la implementación de las reformas estructurales.

A la baja:

- ✓ Un crecimiento de la economía mundial menor a lo previsto.
- ✓ Intensificación de la volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales.
- ✓ Una disminución adicional en el precio del petróleo y/o en su plataforma de producción que afecte las cuentas externas y las finanzas públicas.
- ✓ Que el deterioro social de los últimos meses afecte de manera importante las decisiones de gasto de los agentes económicos del país.

Previsiones para la Inflación

Inflación General

Inflación Subyacente

2015

Continúe en niveles cercanos a **3 por ciento** y cierre el año ligeramente por debajo del mismo.

Se sitúe **por debajo de 3 por ciento** a lo largo de 2015.

2016

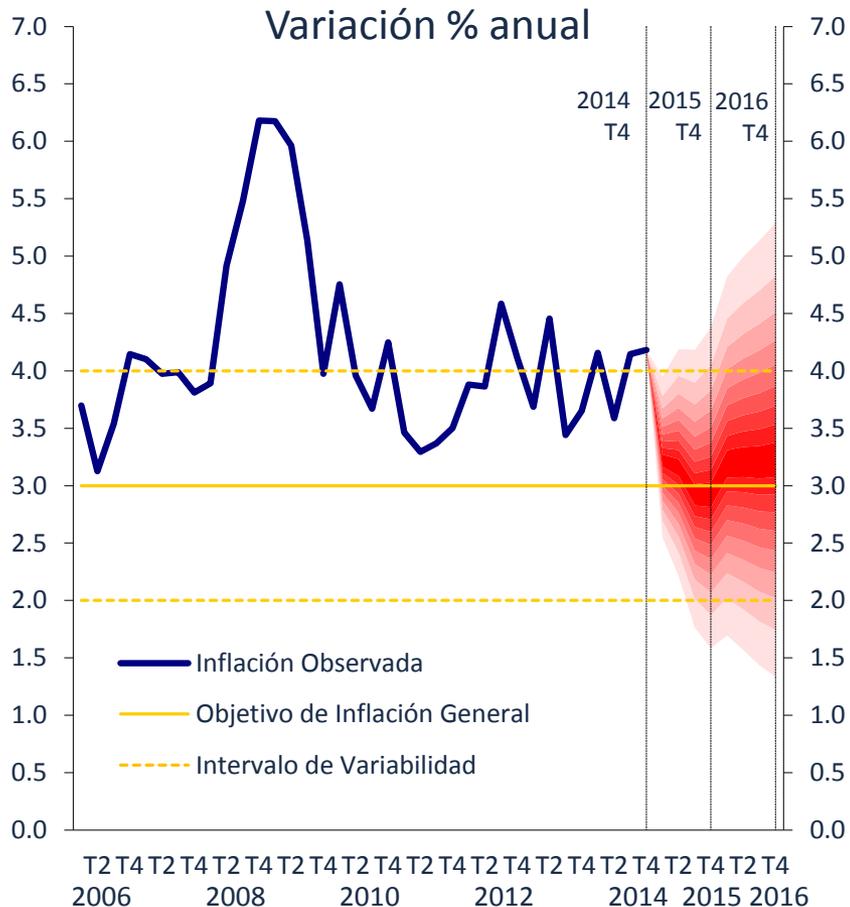
Se mantenga en **niveles cercanos a 3 por ciento**.

Se mantenga en **niveles cercanos a 3 por ciento**.

En 2015 se espera que la inflación converja al objetivo permanente de 3 por ciento y que en 2016 se consolide alrededor del mismo.

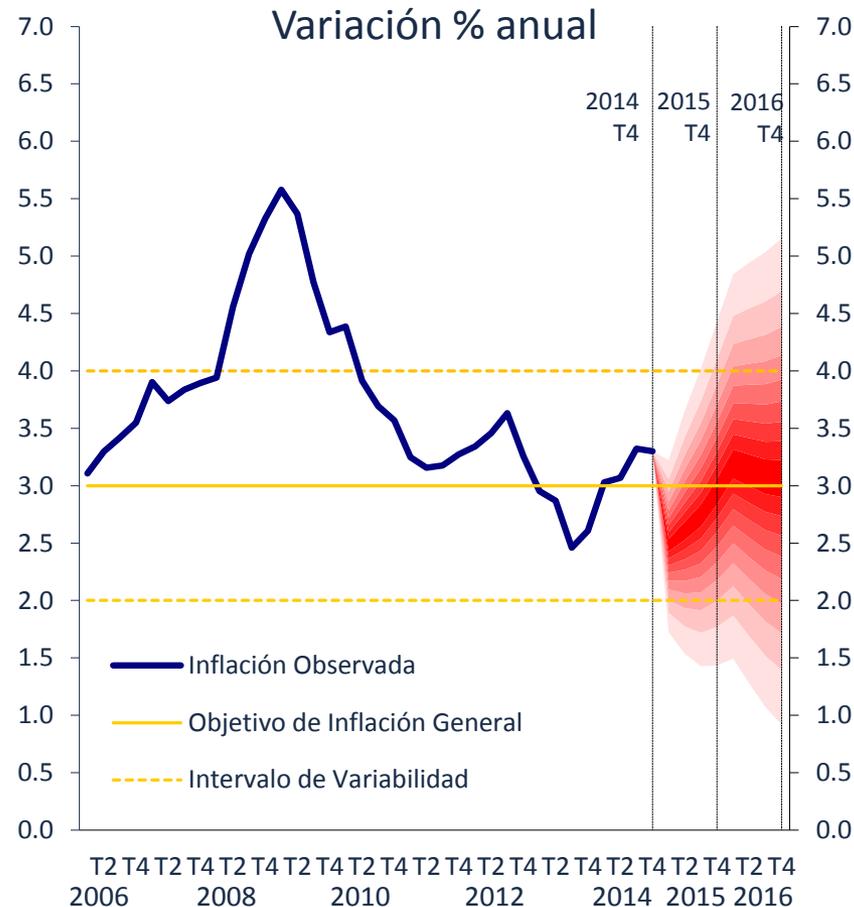
Gráficas de Abanico

Inflación General Anual ^{1/}



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

Inflación Subyacente Anual ^{2/}



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

✓ Que la actividad económica en el país tenga un dinamismo menor al previsto.

✓ Disminuciones adicionales en los precios de los energéticos y en los precios de los servicios de telecomunicaciones.

✓ Apreciación del tipo de cambio.

Al alza

✓ Que el tipo de cambio permanezca en los niveles actuales por un tiempo prolongado o que incluso el peso registre depreciaciones adicionales.

✓ Choques de oferta que pudieran afectar la evolución de la inflación.

✓ Que ante la recuperación gradual prevista de la actividad económica se vaya reduciendo el espacio para absorber el efecto de nuevos cambios en precios relativos.

Postura de Política Monetaria

- Hacia adelante, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. En particular, vigilará:
 - ✓ *La postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos.*
 - ✓ *El desempeño del tipo de cambio y su posible efecto sobre la inflación.*
 - ✓ *La evolución del grado de holgura en la economía.*

➤ **Todo esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias para asegurar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento y consolidarla.**

Importancia de la Fortaleza Institucional

- La fortaleza del marco macroeconómico ha sido resultado del esfuerzo de toda la sociedad por muchos años y los beneficios de ésta han sido evidentes.
- Para hacer frente a la compleja coyuntura externa es indispensable **preservar la estabilidad macroeconómica**. Ello depende, en buena medida, de:
 - ✓ *Asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.*
 - ✓ *Consolidar un entorno de inflación baja y la estabilidad del sistema financiero.*
- El compromiso de las autoridades federales, remarcado recientemente, para mantener finanzas públicas sanas, es de fundamental relevancia.
- Adicionalmente, para mejorar el bienestar de toda la sociedad:
 - ✓ *Es importante la adecuada implementación de las **reformas estructurales** para incrementar la productividad y competitividad del país.*
 - ✓ *Es indispensable trabajar en la **transformación institucional del país**, de manera que se alcance un estado de derecho más sólido y se otorgue mayor certidumbre jurídica a toda la sociedad.*



BANCO DE MÉXICO

www.banxico.org.mx