

# Informe sobre la Inflación

Julio - Septiembre 2013

## Resumen

**E**l fortalecimiento de la política monetaria, la estabilidad en las expectativas de inflación y el buen funcionamiento de los mercados financieros en México han contribuido a un entorno en el que se ha venido consolidando el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento. Ello ha permitido aumentar el margen de maniobra del Banco de México en la conducción de la política monetaria.

Lo anterior propició que, ante el debilitamiento de la actividad económica y en un entorno de inflación baja, el Instituto Central pudiera implementar ajustes a la baja de 25 puntos base en el objetivo para la tasa de referencia en septiembre y en octubre, disminuyendo así el referido objetivo de 4 a 3.50 por ciento, sin que ello comprometiera el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento. Cabe destacar que dicho ajuste en la tasa de política respondió tanto a factores domésticos como externos, y se pudo instrumentar a pesar de la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales.

La inflación general continuó con la trayectoria descendente que inició desde abril. Ello obedeció a que el componente de inflación subyacente anual se mantuvo en promedio por debajo de 2.5 por ciento durante el tercer trimestre, cerca de sus mínimos históricos. Al comportamiento de la inflación general también contribuyó el desvanecimiento de los efectos de los choques que afectaron a la inflación no subyacente a finales del primer trimestre del año, mismos que, como anticipó el Banco de México, resultaron ser de carácter transitorio y no tuvieron efectos de segundo orden en el proceso de determinación de precios de la economía. Así, la inflación general se ubicó dentro del intervalo de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento a lo largo de todo el periodo de análisis objeto de este Informe.

La actividad económica en México registró un importante debilitamiento durante el primer semestre de 2013. No obstante, en el tercer trimestre, algunos indicadores sugieren que la actividad productiva podría haber retomado una trayectoria positiva. El comportamiento mixto que algunos indicadores han mostrado recientemente, comienza a reflejar el hecho de que parte de los efectos de los choques que habían influido negativamente en la economía en los trimestres previos empezaron a disiparse en el trimestre que se reporta.

Esto ha sucedido en un entorno en el que la economía mundial continuó mostrando un crecimiento débil. Lo anterior fue resultado, por un lado, de un desempeño mixto en las economías avanzadas que en parte reflejó divergencias en su correspondiente etapa del ciclo económico y, por otro, de un crecimiento menor al esperado en las principales economías emergentes.

A principios del trimestre se observó una expansión en la economía de Estados Unidos que apuntaba a que la Reserva Federal podría empezar a reducir sus compras de activos en septiembre, lo que contribuyó a que continuara el proceso de descompresión de algunas primas de riesgo y el correspondiente incremento en las tasas de interés de largo plazo que inició en el trimestre previo. Sin embargo, la publicación de algunas cifras económicas durante agosto y septiembre mostró una moderación en dicha recuperación. Bajo estas circunstancias y ante la incertidumbre sobre los efectos de la discusión fiscal en ese país, la Reserva Federal decidió en septiembre mantener sin cambio el ritmo de sus compras de activos, dando lugar con ello a una interrupción temporal del alza de las primas de riesgo que se había observado en los meses previos. En particular, se registró una disminución en las tasas de interés de largo plazo y una recuperación de los mercados financieros internacionales. Finalmente, en su reunión de octubre la Reserva Federal ratificó su decisión de mantener sin cambio el ritmo de sus compras de activos.

En cuanto a los mercados financieros nacionales, destaca que en un entorno global caracterizado por una elevada volatilidad, los ajustes observados en dichos mercados se han dado de manera ordenada sin afectar las expectativas de inflación ni la prima por riesgo inflacionario. Así, los aumentos de las tasas de interés de largo plazo registrados durante el periodo de mayo a agosto fueron resultado de factores externos, en particular, del proceso de descompresión de ciertas primas de riesgo en Estados Unidos antes mencionado. No obstante, en septiembre, el ajuste a la baja en la tasa de interés de referencia en México, junto con la evolución

de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, contribuyeron a una reducción en las tasas de interés en el país a lo largo de todos los plazos. Por su parte, el ajuste que presentó el tipo de cambio durante el periodo que cubre este Informe fue ordenado y congruente con el referido entorno mundial.

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México considera el impacto del Paquete Económico para 2014 aprobado por el Congreso sobre la actividad económica, la inflación y la utilización de recursos financieros:

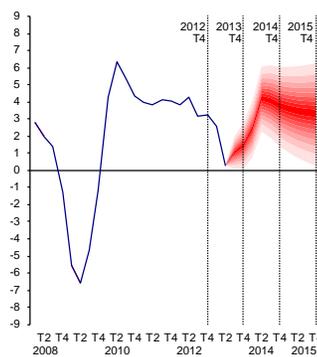
**Crecimiento de la Economía Nacional:** Considerando los resultados adversos de la actividad productiva en el primer semestre del año, los cuales fueron más desfavorables que lo previamente esperado, el intervalo de pronóstico para la tasa de crecimiento del PIB de México de 2013 se revisa de entre 2.0 y 3.0 por ciento en el Informe anterior a entre 0.9 y 1.4 por ciento (Gráfica 1a). Si bien algunos elementos que han afectado el crecimiento en el presente año se habrán diluido para el siguiente, dado el entorno internacional incierto y la fragilidad del sector industrial estadounidense, el intervalo de pronóstico para el crecimiento del PIB de 2014 se modifica de entre 3.2 y 4.2 por ciento a entre 3.0 y 4.0 por ciento. Este nuevo intervalo incorpora un impacto neto sobre la actividad económica de aproximadamente 0.2 puntos porcentuales adicionales sobre el crecimiento del PIB derivado de la política fiscal expansionista implícita en el Paquete Económico antes referido. Para 2015, se prevé que el crecimiento del PIB se ubique en el intervalo de entre 3.2 y 4.2 por ciento.

**Empleo:** De manera congruente con la revisión a las previsiones sobre el crecimiento del PIB, en el presente Informe también se ajusta a la baja la expectativa sobre el incremento en el número de trabajadores asegurados (permanentes y eventuales urbanos) en el IMSS tanto en 2013 como en 2014. En particular, para 2013 se espera un aumento de entre 400 y 500 mil trabajadores (450 a 550 mil en el Informe anterior), al tiempo que para 2014 se prevé un crecimiento de entre 620 y 720 mil trabajadores (700 a 800 mil en el Informe previo). Para 2015, se estima una expansión similar a la de 2014.

**Cuenta Corriente:** Para 2013, se esperan déficits en la balanza comercial y la cuenta corriente de 4.2 y 18.8 miles de millones de dólares, respectivamente (0.3 y 1.5 por ciento del PIB, en el mismo orden). A su vez, para 2014 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 5.2 y 22.2 miles de millones de dólares, respectivamente (0.4 y 1.7 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2015, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 5.7 y 23.7 miles de millones de dólares, respectivamente (0.4 y 1.7 por ciento del PIB, en el mismo orden).

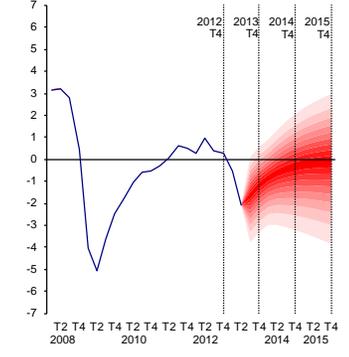
### Gráficas de Abanico 1

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.

En este entorno de menor crecimiento esperado de la actividad económica, se anticipa un amplio grado de holgura en la economía por un periodo prolongado, aunque reduciéndose en el horizonte de tiempo en el que opera la política monetaria. Así, no se prevén presiones derivadas del

## Resumen

comportamiento de la demanda agregada sobre la inflación ni sobre las cuentas externas. En efecto, como consecuencia de la fuerte desaceleración que experimentó la economía en la primera mitad de 2013, la brecha del producto se ubica actualmente en terreno negativo. Asimismo, dadas las perspectivas de crecimiento presentadas anteriormente, se anticipa que dicho indicador permanezca por debajo de cero en el horizonte de pronóstico (Gráfica 1b).

Los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mexicana, aunque menores que en los últimos meses, se mantienen elevados. Entre éstos, conviene destacar los siguientes:

- I. Un menor crecimiento que el anticipado para la economía estadounidense. Esto podría originarse de la falta de solución a la situación fiscal de ese país o de volatilidad en sus mercados financieros. También podría derivarse de una reducción en la demanda externa que enfrenta como consecuencia, por ejemplo, de la postergación de la implementación de reformas estructurales en Europa necesarias para garantizar su recuperación, o de una mayor desaceleración de las economías emergentes.
- II. Posibles episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este sentido, la incertidumbre respecto a cambios en la política monetaria de Estados Unidos o inestabilidad en la zona del euro podrían dar lugar a ellos.
- III. Una evolución del gasto público en México menos dinámica que la anticipada. Si bien parecerían estarse tomando medidas para incrementar la capacidad de gasto, un crecimiento de la economía por debajo del anticipado podría limitar la recaudación y, por lo tanto, el potencial de gasto.
- IV. La posibilidad de que el sector de vivienda continúe siendo un obstáculo para la recuperación del sector de la construcción, y por lo tanto para la actividad productiva.
- V. Adicionalmente, existe el riesgo de que las reformas que están en proceso de discusión en el Congreso no logren aprobarse o que la versión que se llegue a implementar de éstas resulte de un alcance menor al anticipado por los agentes económicos. Hay que recordar que en el sector de energía ya se han presentado desabastos considerables de ciertos energéticos.

Adicionalmente, se anticipa que el flujo de financiamiento al sector privado disminuya de los 2.7 puntos del PIB que se estiman para 2013, a 2.3 puntos del PIB en 2014. Ello debido al incremento que de acuerdo al Paquete Económico aprobado se prevé en los requerimientos de financiamiento para el sector público.

**Inflación:** En lo que corresponde a los pronósticos sobre la inflación general anual, dadas las menores previsiones de crecimiento económico señaladas y el correspondiente amplio grado de holgura en la economía que se espera por un periodo prolongado, se anticipa que para el cuarto trimestre de 2013 ésta se mantenga en niveles cercanos a 3.5 por ciento. Para 2014, el pronóstico se revisa ligeramente al alza al considerar el posible efecto de los cambios impositivos, el cual, en su caso, se espera sea moderado y transitorio, y que no dé lugar a efectos de segundo orden. En específico, se estima que el impacto total de dichos cambios impositivos, considerando efectos directos e indirectos, será de 40 puntos base sobre la variación del INPC entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014. Así, se estima que la trayectoria más probable para la inflación general anual fluctúe alrededor de 3.5 por ciento a lo largo del próximo año. Por su parte, para 2015 se prevé que ésta presente una trayectoria descendente para ubicarse alrededor del objetivo de 3 por ciento (Gráfica 2a). Esta previsión considera el desvanecimiento de los efectos estimados de las modificaciones fiscales sobre la inflación en 2014, y una reducción en el desliz de los precios de los combustibles, de acuerdo con los cambios que recientemente aprobó el Congreso para determinar estos precios a partir de 2015.

En cuanto a la inflación subyacente, que es la que refleja de mejor forma la tendencia de la inflación en el largo plazo, se anticipa que ésta permanezca en niveles inferiores a 3 por ciento durante 2013. Para 2014, se prevé que aun con los efectos derivados de los cambios impositivos, se mantenga por debajo de este nivel. Por su parte, se estima que en 2015 la inflación subyacente registre niveles ligeramente inferiores a los del año previo (Gráfica 2b).

La trayectoria prevista para la inflación no está exenta de riesgos y podría verse afectada por diversos factores, entre los cuales se encuentran:

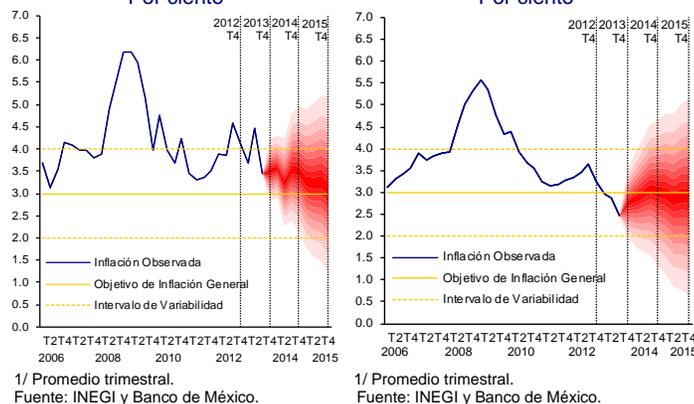
- i. En el corto plazo, la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica en el país resulte menor a la anticipada podría provocar presiones a la baja.
- ii. En cuanto a los riesgos al alza, ante la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, no pueden descartarse ajustes cambiarios con su consecuente efecto sobre la inflación. No obstante, dependiendo del tamaño de estos últimos, sería de esperarse un efecto

reducido derivado del bajo traspaso de variaciones cambiarias a la inflación.

En suma, se considera que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte en que tiene efecto la política monetaria ha mejorado. Lo anterior se refuerza por una trayectoria esperada de los precios internacionales de las materias primas a la baja así como por las perspectivas de buen abasto de agua en los próximos ciclos agrícolas, dada la recuperación que recientemente se observó en el nivel de las presas a nivel nacional. Adicionalmente, a pesar de los efectos del Paquete Económico en la actividad económica, la inflación y la utilización de recursos financieros, las expectativas de inflación para 2014 permanecen por debajo de 4 por ciento, mientras que las correspondientes a mayor plazo se encuentran estables, lo que subraya el anclaje del proceso inflacionario en México.

Dadas las consideraciones previas y que el Banco de México anticipa que el mayor grado de holgura en la economía prevalezca por un periodo prolongado, aunque reduciéndose en el horizonte de tiempo en el que opera la política monetaria, y tomando en cuenta la política fiscal prevista, la Junta de Gobierno estima que la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento. No obstante, considera que no serán recomendables reducciones adicionales al objetivo para la tasa de interés de referencia en el futuro previsible, siendo que la tasa de interés real ex-ante de corto plazo se ubica en niveles cercanos a cero. Así, la postura macroeconómica actual es conducente a una recuperación paulatina de la economía sin generar presiones inflacionarias. En todo caso, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a que los cambios de precios relativos derivados de las modificaciones fiscales no causen efectos de segundo orden sobre la inflación. Asimismo, se mantendrá vigilante a las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tengan la evolución de la actividad económica y la postura monetaria relativa de México frente a Estados Unidos, entre otros factores, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.

**Gráficas de Abanico 2**  
a) Inflación General Anual <sup>1/</sup> Por ciento  
b) Inflación Subyacente Anual <sup>1/</sup> Por ciento



Cabe destacar que ha comenzado a revertirse el entorno internacional caracterizado por elevados precios de los bienes primarios, bajas tasas de interés y una amplia liquidez en los mercados financieros internacionales que prevaleció durante los últimos años. Por consiguiente, es probable que en los próximos años las economías emergentes, entre ellas México, enfrenten una coyuntura externa relativamente más difícil, particularmente en lo que se refiere a las fuentes disponibles para el financiamiento de su actividad. Ante ello, es necesario que dichas economías adopten políticas públicas y reformas económicas orientadas a promover las fuentes internas de crecimiento y que impulsen y mantengan sólidos fundamentos económicos. En este sentido conviene destacar dos elementos que serán claves para apoyar una evolución favorable de la economía mexicana en los siguientes años. El primero se refiere a las reformas estructurales recientemente implementadas en México y aquéllas que actualmente se discuten en el Congreso. En la medida en que éstas aumenten la productividad y competitividad de la economía, será posible alcanzar tasas elevadas y sostenidas de crecimiento sin comprometer la estabilidad de precios. El segundo se refiere a la importancia de fortalecer el marco para la conducción de la política macroeconómica, en particular las finanzas públicas. Ello se logrará en la medida en que se consolide una trayectoria descendente de déficits públicos, tendiente al equilibrio, que garantice la sostenibilidad de la deuda pública y que permita que mayores recursos se canalicen para el financiamiento al sector privado. En este sentido, son fundamentales el compromiso del Gobierno Federal de llevar a cero el déficit fiscal a más tardar en 2017 y el fortalecimiento de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.